

**COMMISSIONE PARLAMENTARE
DI CONTROLLO SULLE ATTIVITÀ DEGLI
ENTI GESTORI DI FORME OBBLIGATORIE
DI PREVIDENZA E ASSISTENZA SOCIALE**

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

15.

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 15 LUGLIO 2015

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **LELLO DI GIOIA**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		Audizione della responsabile dei fondi pensione di Pioneer Investment Management sgr, Marina Rossella Di Bartolomeo:	
Di Gioia Lello, <i>Presidente</i>	3	Di Gioia Lello, <i>Presidente</i>	3, 8, 9
INDAGINE CONOSCITIVA SULLA GESTIONE DEL RISPARMIO PREVIDENZIALE DA PARTE DEI FONDI PENSIONE E CASSE PROFESSIONALI, CON RIFERIMENTO AGLI INVESTIMENTI MOBILIARI E IMMOBILIARI, E TIPOLOGIA DELLE PRESTAZIONI FORNITE, ANCHE NEL SETTORE ASSISTENZIALE		Di Bartolomeo Marina Rossella, <i>responsabile dei fondi pensione di Pioneer Investment Management sgr</i>	3, 9
		ALLEGATO: Documentazione presentata da Pioneer Investment Management sgr	10

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
LELLO DI GIOIA

La seduta comincia alle 9.15.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso.

(Così rimane stabilito).

Audizione della responsabile dei fondi pensione di Pioneer Investment Management sgr, Marina Rossella Di Bartolomeo.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio previdenziale da parte dei fondi pensione e casse professionali, con riferimento agli investimenti mobiliari e immobiliari, e tipologia delle prestazioni fornite, anche nel settore assistenziale, della dottoressa Marina Rossella Di Bartolomeo, responsabile fondi pensione di Pioneer Investment Management sgr.

Do la parola alla dottoressa Di Bartolomeo, affinché illustri la relazione, che ovviamente acquisiamo agli atti. Dopodiché, riconvocheremo eventualmente in altra data la dottoressa al fine di poter rispondere alle eventuali domande dei commissari.

MARINA ROSSELLA DI BARTOLOMEO, *responsabile dei fondi pensione di Pioneer Investment Management sgr.* Signor presidente, signori commissari, ringrazio a nome di Pioneer Investment Management SGR per averci invitato a partecipare al ciclo di audizioni, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla gestione di risparmio previdenziale dei fondi pensione e delle casse. Apprezziamo in particolare che, nell'ambito della verifica delle modalità di gestione del risparmio previdenziale dei fondi pensione e delle casse e della coerenza delle politiche di investimento e degli *asset allocation* adottati, la Commissione desideri accertare, anche tramite l'intervento diretto del gestore, l'adeguatezza del quadro normativo vigente e le eventuali proposte che possano migliorare il consenso dei fondi pensione ad intervenire con delle scelte di investimento a supporto dell'economia reale.

Il mio intervento metterà in luce, ripercorrendo le domande che ci sono state inviate dalla Commissione, che la destinazione del risparmio previdenziale in programmi di investimento per l'economia reale non rappresenta, ad oggi, un obiettivo presente nei mandati di gestione svolti da Pioneer, su delega degli enti previdenziali.

Non potrebbe peraltro costituire una scelta autonoma d'investimento di Pioneer, con riferimento agli strumenti che più direttamente potrebbero supportare l'economia reale, per quanto questi strumenti siano a disposizione del gestore, in quanto questa cosa sarebbe possibile solo attraverso una modifica dei mandati di gestione e talvolta dei regolamenti e degli Statuti dei fondi pensione deleganti.

Infatti, ricordiamo che la definizione e la modifica di un mandato di gestione si

colloca nell'ambito di un più generale processo di definizione di *asset allocation* strategica, che vede il ruolo decisivo della Commissione finanza del fondo pensione, coadiuvata generalmente da un *advisor* esterno che ha il compito di monitorare, nel tempo, la validità dell'*asset allocation* strategica e la coerenza dei singoli mandati in cui è articolato il disegno di allocazione complessivo del fondo pensione alle finalità dichiarate dalle politiche di investimento dei singoli comparti.

In altri termini, i mandati di gestione sono concepiti come tasselli di un *puzzle* e assegnano al gestore uno spazio di manovra tattico ben definito che varia in relazione alla tipologia di mandato, ma che non può essere modificato in autonomia dal gestore.

Tuttavia, fatta questa premessa, è opportuno segnalare che siamo in una fase storica che vede la presenza combinata di alcuni importanti elementi di novità per quanto riguarda gli adempimenti di adeguamento al quadro normativo, che sono previsti a breve per i fondi pensione, nell'ambito delle politiche di investimento; ricordiamo appunto che, a maggio 2016, i fondi pensione dovranno adeguarsi al nuovo decreto n. 166. Dicevamo dunque della presenza combinata di questi adempimenti nuovi normativi e di condizioni nuove sui mercati finanziari, in particolare di condizioni offerte dagli strumenti finanziari che sono massimamente presenti all'interno del portafoglio dei fondi pensione che non possono assicurare in futuro quei rendimenti che abbiamo registrato fino ad oggi. Quindi è possibile, e sarà opportuno, che i fondi pensione tornino a riflettere sugli assetti di *asset allocation* strategica e sulle politiche di investimento. Pensiamo che, all'interno di questa riflessione, ci possa essere uno spazio per gli strumenti di investimento destinati all'economia reale.

La nota che presentiamo è organizzata, come dicevo, tenendo conto delle vostre richieste, ovvero farò una breve presentazione della società — ovviamente siamo disponibili a fornire dettagli e risposte

puntuali — e presentiamo anche un'analisi dei mandati degli enti previdenziali affidati a Pioneer.

Si tratta di un campione molto vasto, quindi non posso entrare nel dettaglio dei singoli mandati. Abbiamo perciò elaborato un'analisi dei rendimenti e dei rischi aggregata, utilizzando come criterio di aggregazione quello della categoria di appartenenza dell'ente previdenziale e quello della strategia di gestione; vi dirò poi come abbiamo definito le strategie di gestione.

È quindi effettuata una ricognizione puntuale della composizione del portafoglio a fine 2014, per capire quale fosse l'esposizione ai vari strumenti finanziari e anche agli strumenti finanziari specifici destinati all'economia italiana.

Nelle conclusioni, sono proposti alcuni spunti di riflessione, come dicevo, sulle possibilità di miglioramento del sistema, avendo come riferimento l'esperienza di un gestore che è anche istitutore di una forma pensionistica complementare. Ricordo infatti che Pioneer è istitutore di un fondo pensione aperto.

Passiamo all'assetto societario della SGR. Pioneer nasce nel giugno 1998 come Europlus Credit Rolo SGR e assume l'attuale denominazione nel 2000. È interamente posseduta da una *subholding*, la Pioneer Global Asset Management, a sua volta controllata al 100 per cento da UniCredit.

La struttura del gruppo di *asset management* è molto articolata e comprende tante società nazionali, più di ventotto. Tra queste, ce ne sono tre in particolare che fungono come *hub* di investimento, nel senso che sono delle società nelle quali si svolge una parte rilevantissima della gestione finanziaria della società. Si tratta della società di diritto irlandese Pioneer Investment Management, con sede a Dublino, che è focalizzata sull'analisi e ricerca dei mercati europei. A questa società fa capo l'*hub* di investimenti di Londra, che è dedicato ai mercati emergenti, e poi, dall'altra parte dell'oceano, abbiamo Pioneer Investment Management di Boston,

operativa su mercato e clientela americani e focalizzata su analisi e ricerca dei mercati americani.

Le società controllate da PGAM garantiscono una presenza in ventotto Paesi e sono integrate a livello di sistemi di gestione dei portafogli. In realtà, i *team* di gestione in queste ventotto società nazionali non sono tutti dedicati alla gestione di portafoglio, che è svolta, come si vede forse più chiaramente nella presentazione che vi ho lasciato, nei tre *hub* globali, dove è fatta la gestione globale, e nelle sei società locali, dove sono presenti dei *team* di gestione locali, che utilizzano le strategie globali adattate alle esigenze specifiche del mercato, normative e della clientela locale.

Come dicevo, tutte le società che appartengono a PGAM utilizzano sistemi di gestione integrati, una piattaforma del controllo del rischio integrata, ricerca sui mercati, e sistemi di analisi, ricerca e comunicazione anch'essi integrati. Quindi, nelle società nazionali è garantita una presenza locale, ma c'è una grande sinergia dal punto di vista gestionale, perché la gestione ha una natura globale.

I dipendenti, a livello di gruppo, a fine 2015, sono 2.036. Di questi, 239 operano in Italia.

Pioneer Investment Management è una società di diritto italiano ed è operativa sulla clientela italiana. Ha sede a Milano ed è in particolare operativa, anche nella produzione dei servizi di investimento, nei confronti della clientela istituzionale italiana, della quale fa parte, e della clientela previdenziale, di cui ci occupiamo nell'analisi che viene presentata.

Alla società italiana fa infatti riferimento il *team* di gestori finanziari che si occupa del portafogli *multi-asset*, moderati e conservativi, inclusi quelli garantiti, guidato da Enrico Bovalini e costituito in totale da sei risorse, a cui sono in maggioranza affidati i mandati di gestione degli enti previdenziali oggetto di analisi della presente relazione.

Le relazioni con la clientela istituzionale italiana, nel cui ambito sono da collocare i fondi pensione e in generale gli

enti pensionistici italiani, sono affidate alla funzione *wholesale* e *institutional distribution*, composta da nove persone e guidata da Francesca Ciceri. Questa funzione lavora a stretto contatto con i gestori finanziari per supportare la clientela previdenziale, in merito ad esigenze di *asset allocation* strategica, di *asset liability management* e, più in generale, ad esigenze di ottimizzazione dei portafogli, verificando la compatibilità e la coerenza dei portafogli con le linee di investimento, che sono contrattualmente definite all'interno dei mandati, nonché la compatibilità e la coerenza con le disposizioni normative vigenti tempo per tempo.

La relazione con i clienti previdenziali, che appartengono al perimetro *captive* di UniCredit — un *business* molto più contenuto — è affidata alla funzione fondi pensione aperti, posta nell'area *distribution prop* che cura, come attività prevalente, il presidio commerciale strategico del fondo pensione aperto, istituito e gestito dalla società.

Questa è la funzione di cui sono responsabile. Alla stessa è tra l'altro assegnato il compito del presidio della comunicazione nei confronti dell'autorità di vigilanza ed è anche questa la ragione per cui oggi sono presente qui con voi.

Andiamo a vedere quali sono i mandati degli enti previdenziali affidati a Pioneer. A dicembre 2014, risultavano gestiti 95 portafogli segregati, riferiti a enti previdenziali, per un totale di risorse gestite pari a 6.953 milioni di euro. In particolare, erano affidati a Pioneer 44 mandati di gestione individuale conferiti da fondi negoziali, per un patrimonio complessivo di 4.662 milioni di euro; 25 mandati di gestione conferiti da fondi preesistenti, per un *asset under management* complessivo pari a 1.127 milioni di euro; 21 portafogli segregati relativi ai comparti di fondi pensioni aperti, per un patrimonio totale di 863 milioni e 5 mandati di gestioni individuali conferiti dal casse, per un totale di circa 300 milioni.

Nell'analisi sono considerati soltanto i mandati di gestione segregata. Non sono considerati gli investimenti fatti diretta-

mente dalle casse, perché le stesse possono investire direttamente e quindi al 31 dicembre registriamo un investimento da parte di tre casse che ammonta complessivamente a circa 150 milioni di euro.

A giugno, abbiamo avuto il tempo, visto che c'è stato questo slittamento dell'audizione, di verificare l'evoluzione delle risorse in gestione. Il numero dei mandati al 30 giugno è un po' diminuito, per un discorso talvolta di aggregazione, piuttosto che di modifiche nell'assetto gestionale dei fondi pensione e le risorse aumentano a 7.045 milioni; anche le risorse invertite direttamente nei nostri fondi crescono a 207 milioni.

L'elenco dei fondi pensione che hanno assegnato un mandato di gestione a Pioneer è riportato nella relazione e non lo leggerò.

Faccio presente che, in appendice, è riportata un elenco dettagliato di questi mandati di gestione, con le specifiche dei mandati stessi, nel senso che siamo andati a definire la categoria del mandato, il nome del soggetto delegante, la data di inizio del mandato, l'*asset under management* al 30 giugno, il *benchmark* di riferimento del mandato, il tipo di *asset allocation* (su questo mi dilungherò più avanti, perché abbiamo fatto una sorta di classificazione dei mandati basata su un criterio di *asset allocation* strategica), il rendimento registrato nei primi sei mesi del 2015 e il rendimento medio annuo a tre anni e a cinque anni, ove presente. Non tutti i mandati, infatti, sono presenti nel quinquennio: alcuni hanno una storia più antica; altri hanno una storia più recente.

Nell'analisi, abbiamo considerato tutti i mandati attivi per ogni singolo periodo, cioè il limite che abbiamo posto è che, nel periodo considerato, il mandato fosse pienamente operativo. Quindi, un mandato iniziato nel 2014 non è considerato in quell'anno, è però presente nei primi sei mesi del 2015, così nel triennio e così nel quinquennio.

Quindi, diciamo che il campione è variabile. I periodi considerati sono i primi

sei mesi del 2015, come ho detto e non mi ripeto, il 2014, il triennio 2012-2014 e il quinquennio 2010-2014.

Naturalmente, abbiamo provveduto ad aggregare i dati, per calcolare i rendimenti e li abbiamo aggregati secondo il criterio della tipologia di ente previdenziale e secondo la tipologia della strategia adottata dal mandato.

I rendimenti sono stati composti considerando il rendimento annuo del mandato, quindi il rendimento finale nell'anno del mandato pesato per il patrimonio medio gestito nell'anno. C'è dunque una differenza tra il valore del patrimonio medio annuo aggregato e il patrimonio a fine anno, perché per poter pesare correttamente i rendimenti abbiamo dovuto attribuire un peso. Siccome nel corso dell'anno il peso è stato diverso, abbiamo utilizzato il patrimonio medio dell'anno.

I dati sono esposti nella tavola 2 della relazione e, pur con tutte le differenze determinate dalle politiche di investimento e quindi della composizione non omogenea dei portafogli all'interno delle quattro categorie — che ricordiamo sono: fondi pensione negoziali, fondi pensione preesistenti, fondi pensione aperti e casse — emerge, come prima indicazione, che il rendimento annualizzato a cinque anni di tutte le categorie è inferiore rispetto al dato a tre anni. Questo avviene perché nel quinquennio c'è una crisi del debito sovrano, quella del 2011, che penalizza alcune *asset class* che sono regolarmente presenti all'interno dei nostri mandati previdenziali; in particolare con riferimento al peso rilevante assegnato dai mandati ai titoli governativi dell'area euro. Quindi, nel 2011, questa crisi condiziona i rendimenti.

Il dato del 2014, che è mediamente inferiore rispetto alla media dei due periodi, è influenzato dall'andamento più debole del previsto dei mercati borsistici europei.

Come vedremo più avanti, nella composizione dei portafogli delegati, a livello di distribuzione geografica, oltre il 70 per cento degli investimenti azionari riguarda il mercato europeo.

La combinazione di scelte di *asset allocation* strategiche da parte dei fondi pensione, che vanno a dare una preferenza a questa area geografica e anche una scelta tattica del gestore, presente in tutto il 2014 — il gestore reputava che l'*asset class* fosse sottovalutata e quindi ne ha mantenuto un sovrappeso costante e contestualmente ha mantenuto una minore esposizione al mercato statunitense, che invece nell'anno ha avuto una dinamica molto più vivace — ha prodotto dei risultati assolutamente positivi, ma non all'altezza delle aspettative.

Le aspettative sono state ripagate nel 2015, nel senso che il dato complessivo medio di quell'anno, come ripeto, apparentemente è più basso, però è riferito ai primi sei mesi dell'anno. Inoltre, siccome è stato calcolato sui valori al 30 giugno, risente della forte volatilità registrata negli ultimi giorni di giugno, con l'attività connessa alla crisi greca. Quindi, nonostante questo, il dato è un buono e riferisce un valore in linea con le aspettative di recupero del mercato azionario europeo.

Qui non vediamo le strategie, ma quando le vedremo, sarà più evidente che c'è comunque anche un dato molto debole della componente azionaria, peraltro anche questo in linea con le aspettative.

Proprio per dare una rappresentazione dei rendimenti che sia più coerente dal punto di vista delle strategie sottostanti, abbiamo prodotto un'analisi che aggrega i rendimenti, in base alle caratteristiche del modello gestionale di riferimento.

I modelli gestionali in generale utilizzati dai fondi pensione sono a *benchmark*, *absolute return* e con garanzia. Queste sono le tre tipologie presenti nei nostri mandati, ma sono anche le tipologie presenti in generale nei mandati degli enti previdenziali.

Non mi dilungo sulle caratteristiche che sono descritte all'interno della relazione. Per le gestioni a *benchmark*, abbiamo fatto la scelta di suddividerle ulteriormente, andando ad analizzare il dato delle strategie puramente obbligazionarie e delle strategie prudenti e bilanciate dinamiche. La differenza tra bilanciato prudente e

bilanciato dinamico è che nel bilanciato prudente c'è meno del 50 per cento di azioni e nelle bilanciate dinamiche c'è un peso superiore al 50 per cento di azione.

I rendimenti sono in linea con le aspettative e coerenti con l'andamento dei mercati finanziari nel periodo. L'andamento dei mercati finanziari è stato sostenuto da politiche monetarie divenute via via più espansive nel quinquennio, in condizioni dell'economia globale in crescita. Quindi, diciamo che si tratta di buoni rendimenti e d'altra parte l'avevamo già visto nella tavola precedente.

Quello che emerge è che in ogni intervallo considerato è evidente una migliore capacità di *performance* delle strategie a maggior contenuto azionario, rispetto a quelle con maggior peso di obbligazioni, che peraltro sono costituite principalmente da titoli governativi dell'area euro, grazie al miglior andamento relativo dell'*asset class* — diciamo una banalità — che registra *performance* mediamente elevate, con l'eccezione del 2011, come detto prima, in occasione della crisi del debito sovrano, che quindi colpisce la componente obbligazionaria, ma anche la componente azionaria europea.

Ora, come punto di osservazione, rilevo che anche in questo caso c'è questo disallineamento tra i valori di rendimento medio a tre anni e a cinque anni presente in tutte le strategie.

In generale, osserviamo valori — questo secondo me è un dato importante per la riflessione successiva — di rendimento elevati. Diciamo che si tratta di valori abbastanza elevati e diffusi su tutte le strategie, perché, lasciando stare il rendimento del 2015, anche nell'obbligazionario abbiamo ottenuto dei valori di rendimento medi annui di assoluto rispetto.

Ebbene, ha avuto un ruolo importante, nell'ottenimento di questi rendimenti, la forte riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato che assorbono una porzione rilevante dei portafogli in gestione.

Il fenomeno è stato particolarmente evidente nel 2014, anno in cui nell'area euro la *performance*, perlomeno nei nostri portafogli, media della componente obbli-

gazionaria ha superato quella registrata dalla componente azionaria. Questo spiega tale fenomeno un po' strano, che mi fa piacere mettere in evidenza: il dato marginalmente più elevato di rendimento nel 2014 delle gestioni bilanciate prudenti, rispetto alle gestioni bilanciate dinamica. Questo è dovuto proprio al fatto che la componente obbligazionaria ha performato di più.

Dico che è un'informazione importante perché riguarda una di quelle condizioni che inizialmente ha detto stanno cambiando sui mercati finanziari. Infatti, nel 2015, osserviamo dei valori di rendimento sulle strategie obbligazionarie che sono molto vicini a zero.

Considerando la grande quota di portafoglio investita nella componente obbligazionaria, si comprende che questo, per i fondi pensione, possa essere un pericolo, perché prefigura dei rendimenti attenti che sono più bassi rispetto a quelli osservati fino ad oggi.

Diciamo che questa è un po' la notazione di fondo. Quindi, sulla componente azionaria ci aspettiamo comunque, in considerazione delle condizioni economiche e della situazione presente sui mercati finanziari, dei rendimenti positivi attesi e sulla componente obbligazionaria invece abbiamo delle aspettative piuttosto negative.

Andando ad analizzare la distribuzione delle risorse in gestione, vediamo — e questo ci è utile per supportare la scelta di analisi fatta successivamente — che le risorse in gestione sono molto concentrate sulle gestioni bilanciate, in particolare sulla gestione bilanciata prudente. Hanno un peso rilevante le gestioni garantite e anche le gestioni bilanciate dinamiche.

Hanno invece un peso marginale le gestioni specialistiche, l'obbligazionaria e l'azionaria, e anche le *absolute return*. Di queste ultime non ho detto nulla, ma forse è il caso di dire che nella nostra analisi sono considerate *absolute return*, gestioni che definiscono un obiettivo assoluto di rendimento da conseguire generalmente in un universo investibile più ampio rispetto a quello riferito alle gestioni a *benchmark*,

attraverso un margine di flessibilità dato al gestore maggiore, coerente con l'obiettivo di rendimento o altro obiettivo da raggiungere.

Nella nostra analisi sono considerate *absolute return* le gestioni data target, tipiche dei fondi pensione, ma che sono presenti solo nel nostro fondo pensione aperto. Si tratta di gestioni che hanno un'*asset allocation* dinamica, cioè una composizione degli *asset* che varia nel tempo e che va a ridurre l'esposizione alla componente azionaria man mano che ci si avvicina alla data target, perché prefigurano un percorso che è quello idealmente del soggetto che aderisce al fondo pensione, con l'idea di assumere la prestazione nel momento in cui avrà raggiunto l'età della pensione. Quindi, la data è scelta sulla base della presumibile età di pensionamento.

Nelle gestioni data target c'è un obiettivo assoluto, che è quello di proteggere il massimo valore di quota raggiunto dal comparto attualizzato a scadenza. Quindi, da questo punto di vista, si tratta di gestioni *absolute return* che sarebbero molto interessanti.

Faccio questo *focus*, anche se non è presente nella relazione, perché sarebbero gestioni molto interessanti, proprio avendo un orizzonte temporale definito, per la destinazione delle risorse a strumenti finanziari con una data di scadenza prefissata.

PRESIDENTE. Dottoressa, siccome la sua relazione è estremamente interessante, ovviamente dovremo farle delle domande. Dunque, se lei è d'accordo, direi di non arrivare alle conclusioni perché, come le dicevo precedentemente, avremo necessità di una sua nuova piacevole visita qui da noi verso fine settembre. In questo modo, potrà completare la sua esposizione. Noi, nel frattempo, leggiamo la sua relazione e prepariamo delle domande da porle.

Pertanto, se lei è d'accordo, visto il concomitante inizio dei lavori di Aula, le chiederei di fermarsi qui, senza passare

alle conclusioni che tratteremo la prossima volta, insieme alle domande che riterremo di farle al riguardo.

MARINA ROSSELLA DI BARTOLOMEO, *responsabile dei fondi pensione di Pioneer Investment Management sgr.* Va bene. Vi ringrazio.

PRESIDENTE. La ringrazio io per la disponibilità manifestata, dispongo che la relazione presentata sia allegata al reso-

conto stenografico della seduta odierna e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 9.40.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE
DELLA CAMERA DEI DEPUTATI

DOTT. RENZO DICKMANN

*Licenziato per la stampa
il 16 ottobre 2015.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO



**COMMISSIONE PARLAMENTARE DI CONTROLLO
SULL'ATTIVITA' DEGLI ENTI GESTORI DI FORME
OBBLIGATORIE DI PREVIDENZA E ASSISTENZA
SOCIALE**

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

Audizione di Pioneer Investment Management SGRpA

Marina Rossella Di Bartolomeo¹

Resp. Fondi Pensione Aperti



Signor Presidente, Onorevoli Senatori, Onorevoli Deputati,

A nome di Pioneer Investment Management SGRpA ringrazio la Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale per averci invitato a partecipare al ciclo di audizioni nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio previdenziale dei fondi pensione e delle casse professionali. Apprezziamo in particolare che, nell'ambito della verifica delle modalità di gestione del risparmio previdenziale da parte dei Fondi Pensione e delle Casse professionali e della coerenza delle politiche di investimento e degli asset allocation adottati, codesta Commissione desideri accertare, anche tramite la voce diretta dei gestori dei patrimoni degli enti previdenziali, l'adeguatezza del quadro normativo vigente e le eventuali proposte migliorative atte a favorire il consenso dei Fondi Pensione ad investire in iniziative di supporto all'economia reale.

L'intervento metterà in luce, attraverso la ricognizione dei portafogli gestiti da Pioneer su delega dei Fondi pensione e delle Casse (comprensiva di un esame dei rendimenti conseguiti dalle gestioni previdenziali raggruppate in base alle strategie di investimento, un'analisi dei relativi rischi svolta sui mandati considerati più significativi per i vari modelli gestionali, la verifica della composizione del patrimonio in gestione a fine 2014), che la destinazione del risparmio previdenziale in programmi di investimento a sostegno dell'economia reale non rappresenta al momento un obiettivo presente nei mandati di gestione affidati a Pioneer dagli enti previdenziali né potrebbe costituire, con riferimento alle tipologie di investimento più direttamente finalizzate a finanziare il rilancio dell'economia reale del nostro Paese (ad esempio fondi di investimento chiusi di private equity o minibond), per quanto a disposizione del gestore, una scelta operata in autonomia dal gestore senza una modifica dei mandati di gestione e, in alcuni casi, degli Statuti e regolamenti dei Fondi Pensione deleganti.

Si segnala che la definizione e la modifica di un mandato di gestione si colloca nel più generale processo di definizione dell'Asset Allocation Strategica (AAS) che vede il ruolo centrale della commissione finanza del CdA del fondo pensione, generalmente affiancato da una figura esterna - l'Advisor - , che ha, tra l'altro, il compito di monitorare nel tempo la validità dell'AAS e la coerenza dei singoli mandati in cui è articolato il disegno di allocazione complessivo alle finalità dichiarate delle politiche di investimento dei diversi Comparti del Fondo Pensione. I mandati di



gestione, concepiti come tasselli di un “puzzle”, assegnano al gestore uno spazio di manovra tattico ben definito che varia in relazione alla tipologia del mandato.

La presenza combinata di alcuni importanti elementi di novità negli adempimenti di adeguamento al quadro normativo previsti a breve per i fondi pensione e nelle condizioni offerte dagli strumenti finanziari tradizionali potrebbe aprire prospettive nell’ambito delle politiche di investimento finalizzate a dare un contributo al rilancio dell’economia reale del nostro Paese che auspichiamo il sistema dei Fondi Pensione e delle Casse possa cogliere.

La nota è organizzata come segue. Dopo una breve presentazione della società, l’attenzione è focalizzata sui mandati degli enti previdenziali affidati a Pioneer e sui risultati di gestione conseguiti negli ultimi 5 anni. L’analisi esposta è stata eseguita su dati aggregati secondo due criteri: la tipologia dell’ente previdenziale delegante e la strategia di investimento oggetto del mandato, al fine di evidenziare uniformità e specificità.

E’ quindi effettuata una ricognizione della composizione del portafoglio previdenziale gestito da Pioneer, a verifica dell’esposizione all’economia reale italiana. Nelle conclusioni sono proposti alcuni spunti di riflessione sulle possibilità di miglioramento del sistema avendo come riferimento l’esperienza concreta di un soggetto gestore che è anche istitutore di una forma pensionistica complementare.



1. ASSETTO SOCIETARIO DELLA SGR

Nata nel giugno 1998 come Europlus Credit Rolo SGR Spa, Pioneer Investment Management SGRpA (di seguito "Pioneer") ha assunto l'attuale denominazione nel novembre 2000 ed è interamente posseduta da Pioneer Global Asset Management SpA (sub-Holding PGAM), a sua volta controllata per il 100% da UniCredit SpA.

Per precisare meglio la struttura del gruppo di asset management si chiarisce che alla sub holding PGAM fanno capo, tra le altre, anche le seguenti Società:

- Pioneer Investment Management Ltd. società di diritto irlandese, con sede a Dublino, focalizzata su analisi e ricerca dei mercati europei e a cui fa capo l'hub di investimenti di Londra dedicato ai mercati emergenti;
- Pioneer Investment Management Inc. di Boston, operativa su mercato e clientela statunitense e "hub" per l'analisi e la ricerca dei mercati americani.

Le società controllate da PGAM garantiscono una presenza in oltre 28 Paesi e sono tra loro integrate a livello di sistemi di gestione dei portafogli, controllo del rischio, di ricerca sui mercati e di comunicazione.

A fine dicembre 2014 il gruppo Pioneer Investments ha registrato 201.030 milioni di Euro di patrimonio gestito, di cui il 52% è riferito alla business unit italiana (104 miliardi di Euro di patrimonio gestito).

I dipendenti a livello di gruppo (a fine giugno 2015) sono 2036, di cui 239 operativi in Italia. Pioneer Investment Management SGRpA è una società di diritto italiano operativa su mercato e clientela italiana con sede a Milano.

A essa fa riferimento il team di gestori finanziari che si occupa dei portafogli multi-asset "moderati e conservativi" (inclusi quelli garantiti), guidato da Enrico Bovalini e costituito in totale da 6 risorse cui sono in maggioranza affidati i mandati di gestione degli Enti Previdenziali oggetto di analisi della presente relazione.

Le relazioni con la clientela istituzionale italiana nel cui ambito sono da collocare i fondi pensione e, in generale, gli enti pensionistici italiani è affidata alla funzione "Wholesale & Institutional Distribution", composta complessivamente da 9 persone e guidata da Francesca Ciceri. Detta funzione lavora a stretto contatto con il team di gestori finanziari nell'ottica di supportare la clientela previdenziale in merito ad esigenze riguardanti l'asset allocation strategica, l'asset liability management e, più in generale, l'ottimizzazione dei portafogli



verificandone compatibilità e coerenza con le linee di investimento contrattualmente definite secondo le disposizioni normative tempo per tempo vigenti.

La relazione con i clienti previdenziali del perimetro captive, dimensionalmente più contenuto, è affidata alla funzione Fondi Pensione Aperti, posta nell'area "Distribution Prop", che cura, come attività prevalente, il presidio commerciale e strategico di Pioneer Futuro, il fondo pensione aperto istituito e gestito dalla società. A tale funzione è tra l'altro assegnato il presidio della comunicazione del fondo pensione aperto verso la Covip.

2. I MANDATI DEGLI ENTI PREVIDENZIALI AFFIDATI A PIONEER

Al 31 dicembre 2014 risultavano gestiti dalla SGR 95 portafogli segregati riferiti a enti previdenziali per un totale di risorse gestite pari a **6.953** Mln di Euro. In particolare (cfr. Tavola 1) risultano affidati a Pioneer:

- 44 mandati di gestione individuale conferiti da fondi pensione negoziali per un valore complessivo di 4.662 Mln di euro
- 25 mandati di gestione individuale conferiti da fondi preesistenti per un valore complessivo di 1.127 Mln di euro
- 21 portafogli segregati relativi a Comparti di Fondi pensione aperti con patrimonio totale pari a 863 Mln di euro
- 5 mandati di gestione individuale conferiti da Casse previdenziali per un valore complessivo di 301 Mln di euro.

TAVOLA 1

CATEGORIA	NUMERO DI MANDATI	PATRIMONIO GESTITO (Mln €)
FONDI PENSIONE NEGOZIALI	44	4.662
FONDI PENSIONE PREESISTENTI	25	1.127
FONDI PENSIONE APERTI	21	863
ALTRA PREVIDENZA (CASSE)	5	301*
TOTALI E MEDIE	95	6.953

Fonte: Pioneer Investments Dicembre 2014

*L'ammontare non include l'investimento diretto in OICR da parte delle Casse



Ai 6.953 Mln. di € di gestioni individuali va aggiunto l'investimento in quote di OICR di Pioneer Investments da parte di 3 Casse, che valorizzato mark to market ammonta al 31 dicembre 2014 a circa 147 milioni di Euro.

Al 30 giugno il totale dei mandati segregati risulta ridotto di tre unità, mentre il totale gestito è aumentato a 7.045 milioni di €. Alla stessa data investono direttamente 4 Casse per un valore complessivo a prezzi di mercato di circa 207 milioni di Euro.

Per fornire un quadro più analitico della composizione del portafoglio di clienti previdenziali si segnala quanto segue.

I 44 mandati segregati conferiti dalle forme negoziali sono riconducibili ai seguenti **28 Fondi**

Pensione Negoziali:

- Agrifondo
- Arco
- Astri
- Capi & Quadri FIAT
- Cometa
- Concreto
- Cooperlavoro
- Espero
- Eurofer
- Foncer
- Fonchim
- Fondaereo
- Fondenergia
- Fondogommaplastica
- Fopadiva
- Fopen
- Laborfonds
- Mediafond
- Pegaso
- Prevaer



- Prevedi
- Previambiente
- Previlog
- Previmoda
- Priamo
- Sanità
- Solidarietà Veneto
- Fontemp

Mentre i 25 mandati affidati dai **Fondi Preesistenti** fanno capo a:

- FP Personale Deutsche Bank
- FP CR Fabriano e Cupramontana
- Fondo Pensione BCC-CRA
- FP Agg. Membri DirCredit
- FP Personale Banco Napoli
- Fondo Pensione Dow
- FP Bca Popolare Ancona
- Cassa Autonoma
- Pensioni Glaxo
- Fopdire
- Fiprem
- FP Personale Gruppo Unicredit
- FP Personale Cariplo
- Fontedir
- FP UBI

I 21 portafogli ¹relativi ai **Fondi Pensione Aperti** afferiscono a:

- Pioneer Futuro (11 Comparti)
- Raiffeisen (1 mandato)

¹ I 5 Comparti del **Fondo Pensione Aperto Aviva** non sono stati considerati ai fini delle elaborazioni effettuate per il calcolo dei rendimenti e della composizione dei portafogli.



- UniCredit Fondo Pensione Aperto (4 mandati relativi ai 4 Comparti del Fondo)
- Fondo Pensione Aperto Aviva (5 mandati relativi ai 5 Comparti del Fondo)

Le Casse Previdenziali/Sanitarie che hanno affidato a Pioneer deleghe di gestione individuale sono:

- Casdic
- Assilt
- Cassa Geometri
- Fondo Agenti Spedizionieri e Corrieri – FASC
- Inarcassa

Si segnala, infine, che al 30 giugno 2015 in forza delle su citate posizioni in quote di OICR istituiti da Pioneer Investments, risultano essere clienti della Società anche i seguenti **enti di previdenza obbligatoria**:

- Cassa Forense
- Cassa dei Ragionieri
- Fondazione Enasarco
- Cassa del Notariato

Le caratteristiche specifiche dei portafogli gestiti per gli Enti Previdenziali sono riportate in Appendice.

3. I RENDIMENTI CONSEGUITI SUI PORTAFOGLI DEGLI ENTI PREVIDENZIALI GESTITI DA PIONEER

L'analisi dei rendimenti prodotti dalla gestione finanziaria sui portafogli previdenziali affidati a Pioneer SGR è stata condotta per gruppi omogenei considerando in prima battuta la tipologia dell'ente previdenziale delegante (fondo pensione negoziale, preesistente, aperto, Cassa).

L'elaborazione è stata effettuata:

- con riferimento a quattro periodi (primi 6 mesi del 2015; 2014; triennio 2012-2014; quinquennio 2010-2014)
- considerando tutti i mandati della categoria attivi per ogni singolo periodo e in essere a fine giugno 2015, su dati di rendimento lordo annualizzato (salvo per quanto riguarda il



dato al 30 giugno 2015 che non è annualizzato) di ciascun mandato ponderato per il relativo patrimonio medio in ciascun periodo

I rendimenti annualizzati lordi conseguiti a 3 e a 5 anni dai mandati aggregati conferiti a Pioneer SGR dai clienti previdenziali su menzionati, esposti nella Tavola 2, riportano valori positivi nettamente superiori per ogni categoria al 5%².

TAVOLA 2 RENDIMENTI AGGREGATI PER CATEGORIA DI ENTE PREVIDENZIALE

CATEGORIA	Rendimento 2015 (al 30 giugno)	Rendimento 2014 (al 30 dic.)	Rendimento 2012-2014 (medio annuo)	Rendimento 2010-2014 (medio annuo)	Patrimonio 2014 (medio annuo)	Patrimonio 2012-2014 (medio annuo)	Patrimonio 2010-2014 (medio annuo)
FP Negoziali	4,29%	6,90%	9,77%	7,52%	3.888	2.176	1.744
FP Preesistenti	2,14%	6,62%	7,52%	5,19%	953	715	617
FP Aperti	5,12%	8,29%	11,01%	7,50%	744	640	541
Altra previdenza (Casse)	1,65%	5,09%	9,20%	n.d.	304	48	-
Totale Mandati	3,93%	6,94%	9,52%	7,02%	5.889	3.580	2.901
Numero Mandati					80	57	53

Fonte: Pioneer Investments. I dati patrimoniali sono espressi in milioni di Euro

Pur con tutte le differenze determinate dalle politiche di investimento e quindi dalla composizione non omogenea dei portafogli all'interno delle quattro categorie individuate, dai dati esposti emerge come prima indicazione che il rendimento annualizzato a cinque anni di tutte le categorie è inferiore rispetto al dato a 3 anni, risentendo della crisi del debito sovrano nel 2011. Ciò è legato, come si evincerà dall'analisi che segue, al peso rilevante assegnato dai mandati ai titoli governativi dell'area Euro.

Il dato del 2014, meno brillante rispetto al triennio precedente, risulta invece mediamente in linea con il dato annualizzato a 5 anni, e influenzato dall'andamento più debole del previsto dei mercati borsistici europei. Come si vedrà più chiaramente nella composizione dei portafogli, a fine 2014, a livello di distribuzione geografica, oltre il 70% degli investimenti azionari riguardava il mercato europeo. Ciò riflette l'effetto combinato delle scelte di asset allocation strategica dei Fondi Pensione, espresse dai benchmark di riferimento, e del posizionamento

² Si segnala che il tasso di rivalutazione del TFR, al netto dell'imposta sostitutiva, ha registrato una variazione dell'1,3% nel 2014 e media annua del 2,4% nel quinquennio 2010-2014



tattico del gestore che per tutto il 2014 ha reputato sottovalutata l'asset class e mantenuto di conseguenza un sovrappeso cui ha corrisposto una minore esposizione al mercato statunitense che nell'anno ha avuto una dinamica molto più vivace. Tale scelta attiva non è risultata pagante in termini di rendimento nel 2014 ma ha portato i suoi frutti nel 2015.

Il dato complessivo medio al 30 giugno 2015, pur inglobando in una certa misura il recente calo dei mercati azionari e europei connesso alla crisi greca, presenta un valore positivo e in linea con le aspettative di recupero del mercato azionario europeo nonostante la debole performance dalla componente obbligazionaria governativa.

Nell'ottica di fornire una rappresentazione dei rendimenti conseguiti sui portafogli gestiti che tenga conto delle specifiche strategie sottostanti i mandati in affidamento a Pioneer, l'analisi dei rendimenti è stata condotta riaggregando i dati dei singoli portafogli, già utilizzati per la compilazione della tabella precedente, in base alle caratteristiche del modello gestionale di riferimento. In generale i modelli gestionali utilizzati dai fondi pensione nella definizione dei mandati, sono riconducibili a tre tipologie: "a benchmark", "absolute return" e "con garanzia".

Le gestioni a benchmark sintetizzano nel benchmark l'asset allocation strategica del portafoglio ovvero i pesi strategicamente assegnati alle singole asset class, contraddistinte da specifici rischi e rendimenti attesi la cui combinazione determina, attraverso correlazioni dirette e inverse, il profilo di rischio e rendimento atteso del portafoglio. La gestione è solitamente svolta in un universo investibile più ampio di quello definito dal benchmark, ma nel rispetto di criteri e di limiti precisi fissati nel mandato o nel Regolamento del Fondo e coerenti con il profilo di rischio e rendimento atteso del portafoglio.

Le gestioni 'absolute return' definiscono un obiettivo assoluto di rendimento da conseguire in un universo investibile generalmente più ampio rispetto a quello definito nelle gestioni a benchmark attraverso un margine di flessibilità della gestione coerente con l'obiettivo da raggiungere. Nella nostra analisi sono considerate 'absolute return' le gestioni Data Target, tipiche dei fondi pensione, basate su un principio di asset allocation dinamica, con una ripartizione tra strumenti azionari e obbligazionari che si modifica nel tempo in funzione degli anni mancanti alla Data Target e dell'obiettivo di protezione a scadenza del massimo valore di quota raggiunto dalla gestione.



Le gestioni con garanzia prevedono una garanzia esplicita e un modello gestionale a benchmark—solitamente composto per il 95% da un indice obbligazionario governativo a breve termine e per il 5% da un indice azionario europeo, con un discreto grado di flessibilità per il gestore che presta la garanzia. Nel caso dei mandati svolti da Pioneer la garanzia prestata è di restituzione dei contributi versati dal singolo aderente.

Le gestioni a benchmark sono state raggruppate in quattro categorie in relazione al peso assegnato dal parametro di riferimento alla componente obbligazionaria. In particolare sono considerati “Bilanciati Prudenti” i mandati che hanno nel benchmark di riferimento una componente obbligazionaria fino al 50% e “Bilanciati Dinamici” quelli che assegnano agli indici azionari un peso superiore al 50%. Le gestioni absolute return e le gestioni con garanzia sono state considerate come strategie a se stanti.

I rendimenti medi ponderati conseguiti da ciascuna strategia sono riportati nella Tavola 3.

TAVOLA 3 RENDIMENTI AGGREGATI PER STRATEGIA DI GESTIONE

STRATEGIA	Rendimento 2015 (al 30 giugno)	Rendimento 2014 (al 30 dic.)	Rendimento 2012-2014 (medio annuo)	Rendimento 2010-2014 (medio annuo)	Patrimonio 2014 (medio annuo)	Patrimonio 2012-2014 (medio annuo)	Patrimonio 2010-2014 (medio annuo)
Obbligazionario	0,04%	3,96%	3,47%	2,61%	420	180	152
Bil. Prudente	3,77%	8,53%	9,73%	7,02%	3.285	2.237	1.901
Bil. Dinamico	7,99%	8,43%	12,67%	8,97%	1.564	647	524
Azionario	n.d.	12,40%	16,49%	12,82%	0	81	67
Garantito	1,13%	1,77%	3,30%	2,50%	1.497	344	183
Absolute Return	3,68%	9,43%	11,47%	8,31%	122	91	74
MEDIO / TOTALE	3,93%	6,94%	9,52%	7,02%	6.888	3.580	2.901
NUMERO MANDATI					87	57	53

Fonte: Pioneer Investments

Prima di passare all'analisi dei rendimenti può essere utile dare evidenza alle dinamiche patrimoniali che caratterizzano nel quinquennio la base dati.



Nel periodo di osservazione cresce molto il patrimonio medio dell'aggregato GARANTITO che raggiunge a fine 2014 i 1.243 milioni di euro, a fronte di un apprezzamento a cinque anni degli asset afferenti alla categoria abbastanza contenuto (2,5%) e in linea con il tasso di rivalutazione del TFR. La dinamica è dovuta alla crescita del numero di mandati garantiti che passa da 5 a 21 ed è legata al consolidamento di un segmento di mercato nato con l'entrata in vigore del Decreto 252/2005, che ha visto Pioneer tra i player di maggior successo in sede di aggiudicazione delle gare per l'assegnazione dei mandati.

Al 31 marzo 2015 Pioneer si conferma leader per asset in gestione nel segmento dei comparti garantiti dei fondi pensione negoziali con una quota del 56,2% (fonte IAMA).

LA GESTIONE CON GARANZIA PRESTATATA DA PIONEER SGR

In base alla normativa Banca d'Italia, le SGR, nel caso di gestione di portafogli di fondi pensione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale³, sono tenute alla determinazione di un requisito patrimoniale commisurato agli impegni assunti in relazione alle garanzie prestate e all'adozione di procedure interne specifiche connesse alla misurazione e al controllo dei rischi impliciti nelle garanzie rilasciate. Banca d'Italia valuta l'idoneità delle metodologie utilizzate dalla SGR.

La metodologia adottata da Pioneer per la valutazione degli impegni tiene conto dei seguenti elementi in modo da assicurare a scadenza il conseguimento della garanzia prestata:

- La SGR è tenuta alla sola restituzione del capitale conferito, al netto degli oneri posti a carico degli aderenti una tantum, senza garanzia di rendimento.
- La restituzione del capitale conferito, con periodicità di norma mensile, incrementato/ridotto dei conferimenti/riscatti, è da intendersi, a livello del singolo aderente e vale al verificarsi degli eventi obbligatori previsti da Covip (pensionamento, decesso, invalidità permanente, inoccupazione superiore a 48 mesi).
- Eventuale consolidamento della performance su orizzonte annuale (a seconda del contratto sottoscritto con il Cliente).
- Linea di gestione a contenuto prevalentemente obbligazionario a breve/medio termine, max 10% azioni.

³ Provvedimento Banca di Italia 19 gennaio 2015 – Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.



Ai fini della determinazione delle risorse necessarie per far fronte alla garanzia prestata, si somma all'ammontare delle minusvalenze eventualmente accumulate sui singoli aderenti al fondo il Var (Value at risk) sul monte del capitale gestito, calcolato secondo un approccio parametrico con serie storiche dei fattori di rischio di due anni, livello di confidenza al 99% e orizzonte temporale mensile.-

Si sottolinea che tale approccio risulta essere prudentiale per tre ordini di motivi:

- a) si prescinde da considerazioni di ordine attuariale, ma si fa riferimento al rischio finanziario calcolando un capitale che possa far fronte a disinvestimenti anche pari all'intero patrimonio del fondo;
- b) nel calcolo del Var non si tiene conto delle posizioni superiori al minimo garantito (plusvalenze latenti) ma si ipotizza che il nav della linea sia pari a quanto garantito e si calcola di quanto possa diminuire a fronte degli andamenti dei mercati;
- c) l'eventuale minusvalenza accumulata viene considerata non recuperabile e sommata al Var calcolato.

Interessante risulta essere inoltre l'andamento patrimoniale dell'aggregato "Bilanciato Dinamico": ai 9 mandati bilanciati dinamici attivi su tutto il quinquennio si aggiungono, nel 2014, 4 nuovi mandati che portano al raddoppio delle masse. Si precisa che tra questi è presente un mandato da circa 400 milioni di euro frutto di uno switch da una strategia prudente (già gestita dalla SGR) ad una tipologia di più dinamica.

Meno rilevante, ma pur sempre sostenuta, la crescita delle masse riferite alle gestioni obbligazionarie e bilanciate prudenti che risentono positivamente di un buon andamento dei flussi contributivi. Si segnala che la strategia bilanciata prudente è la strategia che assorbe la quota maggiore di patrimonio, ma il suo peso sul totale si riduce a vantaggio delle gestioni dinamiche e garantite

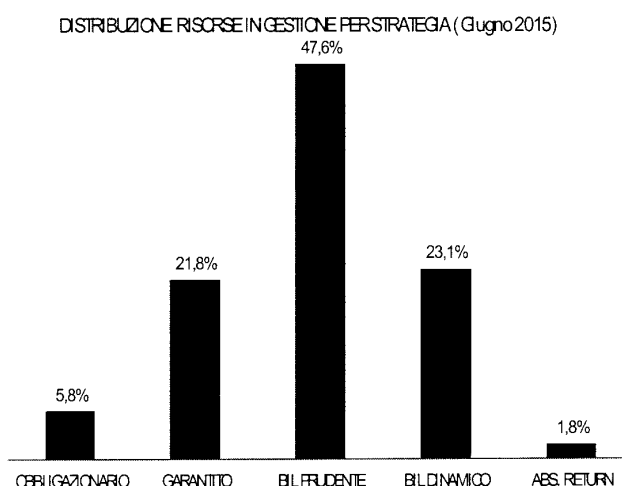
La fotografia dei rendimenti realizzati dalle singole strategie fornisce un quadro nel periodo di osservazione in linea con le aspettative e coerente con l'andamento dei mercati finanziari di riferimento, sostenuti da politiche monetarie divenute via via più espansive nel corso del quinquennio e condizioni dell'economia globale in crescita.



In ogni intervallo considerato emerge, in particolare, una migliore capacità di performance delle strategie a maggior contenuto azionario rispetto a quelle con maggior peso di obbligazioni (costituite principalmente da titoli governativi dell'area Euro) grazie al miglior andamento relativo dell'asset class che registra performance mediamente elevate con l'eccezione del 2011, in occasione della crisi del debito sovrano che ha colpito i mercati azionari europei.

E' ascrivibile a questa il disallineamento di una certa entità tra i valori di rendimento medio a 3 anni e a 5 anni, presente su tutte le strategie per la strutturale sovraesposizione agli asset europei.

Nel conseguimento di valori di rendimento elevati e diffusi ha avuto un ruolo importante la forte riduzione dei rendimenti dei titoli di stato che assorbono porzioni rilevanti dei portafogli in gestione. Il fenomeno è stato rimarchevole specialmente nel 2014, anno in cui nell'area Euro la performance media dei titoli obbligazionari ha superato quella registrata dagli investimenti azionari. Ciò può spiegare il valore di rendimento più elevato nel 2014 della strategia bilanciato prudente rispetto a quello del bilanciato dinamico, caratterizzato da un maggior peso di azioni. D'altra parte la discesa dei rendimenti obbligazionari ha portato quasi a zero nell'ultimo anno i tassi della parte a breve della curva, condizionando il risultato della strategia con garanzia caratterizzata per sua natura da una elevata componente obbligazionaria con bassa vita residua.



Il dato puntuale riferito a fine 2014 e aggiornato al 30 giugno 2015 del numero di mandati e del patrimonio aggregato in base alla strategia adottata evidenzia che quasi il 50% del portafoglio



gestito da Pioneer per i gli enti previdenziali adotta uno schema “bilanciato prudente”, oltre il 40% è distribuito in modo equilibrato sul “bilanciato dinamico” e il “garantito”, mentre hanno un peso marginale le strategie specializzate “obbligazionario” e “azionario” e “absolute return”.



TAVOLA 4 -LA DISTRIBUZIONE DELLE RISORSE IN GESTIONE

TIPOLOGIA STRATEGIA	NUMERO	PATRIMONIO	PESO	NUMERO	PATRIMONIO	PESO
	MANDATI	GESTITO	(patrimonio)	MANDATI	GESTITO	(patrimonio)
	Dati al 31 dicembre 2014			Dati al 30 giugno 2015		
OBBLIGAZIONARIO	11	473	6,9%	10	412	5,8%
GARANTITO	23	1.476	21,4%	24	1.552	21,9%
BILANCIATO PRUDENTE	37	3.218	46,6%	39	3.371	47,5%
BILANCIATO DINAMICO	14	1.506	21,8%	15	1.641	23,1%
ABSOLUTE RETURN	4	118	1,7%	4	126	1,8%
AZIONARIO	1	108	1,6%	0		

Fonte: Pioneer Investments

Al fine di fornire una rappresentazione più completa dei risultati conseguiti in relazione alle strategie di gestione scelte dai fondi pensione si è ritenuto di svolgere un'ulteriore analisi che prendesse in considerazione anche i rischi assunti dal gestore finanziario nell'espletamento del mandato. Nell'impossibilità di rappresentare in modo sintetico un'analisi dei rischi condotta sull'intero insieme dei mandati gestiti è stato individuato un campione di portafogli ritenuto significativo sulla base dei seguenti criteri:

1. sono state considerate le 3 strategie cui è riconducibile oltre il 90% delle risorse gestite a fine 2014
2. sono stati scelti per ogni strategia 2 portafogli di dimensione di almeno 100 milioni di €, riferiti a mandati conferiti da oltre 5 anni, espressione di politiche di investimento rappresentative di ciascuna strategia

Sui portafogli del campione considerato, con patrimonio complessivo pari a circa 932 milioni di Euro, sono stati calcolati, a fronte dei rendimenti medi annui conseguiti nel periodo 2010-2014 gli indici di rischiosità "sharpe ratio"⁴ e "volatilità"⁵

⁴ **SHARPE RATIO**: rappresenta una misura di rendimento corretto per il rischio, basata sul rapporto tra l'extra rendimento del portafoglio rispetto ad una attività priva di rischio e la misura di rischio dell'extra rendimento.

L'indicatore viene calcolato come rapporto tra la sovra-performance media dei rendimenti settimanali del portafoglio rispetto ad un tasso privo di rischio (Libor 3 mesi), diviso per la volatilità della sovra-performance stessa (deviazione standard) intesa come indicatore di rischio della stessa

⁵ **VOLATILITÀ**: è una misura della variabilità media dei rendimenti conosciuta come "deviazione standard". Essa descrive come la distribuzione dei rendimenti varia attorno alla sua media. Dato che il concetto di rischio può essere definito in termini di incertezza dei rendimenti attesi, questa funzione fornisce l'indicazione della volatilità dei rendimenti passati attraverso la loro dispersione attorno alla media.

Secondo questa definizione dunque portafogli con un'alta deviazione standard sono più volatili e quindi più rischiosi. La volatilità è espressa su base annuale ed è calcolata utilizzando dati di performance settimanali.



TAVOLA 5 – ANALISI RENDIMENTI E RISCHI DI 6 PORTAFOGLI CAMPIONE

GARANTITI	Benchmark	% Obbligazioni nel benchmark	Rendimenti ultimi 5 anni	Sharpe Ratio	Volatility
FPN	75% JPM Emu Bond IG 1-3 10% Merrill Lynch Euro Gov Bill Ind 10% ML EMU Corp Large Cap 1-3yrs 5% MSCI WORLD IN USD CONV. IN EURO	95	2,53%	1,2655	1,39%
FPN	20% ML Euro Gov Bill Ind 55% JPM IG 1-3 Y 20% ML Emu corp 1-3 Y 5% MSCI Europe WM	95	2,51%	1,1624	1,47%
BILANCIATI PRUDENTI	Benchmark	% Obbligazioni nel benchmark	Rendimenti ultimi 5 anni	Sharpe Ratio	Volatility
FPN	14% JPM EX-EMU BOND 11,5% BARCLAYS US CREDIT 11,5% BARCLAYS PAN EUROPEAN AGG 18,5% JPM EMU IG 4,5% BARCAP GLOBAL IL 5% FTSE ITALIA RAFI GROSS TR 16% MSCI EUROPE TR GROSS EURO 19% MSCI WORLD EX-EUROPE TR	60	8,78%	1,249	5,93%
FPN	55% ML Pan European Gov 15% ML Peg 1-3 year 15% MSCI World ex Europ TR 15% MSCI Europe TR	70	8,12%	1,342	5,07%
BILANCIATI DINAMICI	Benchmark	% Obbligazioni nel benchmark	Rendimenti ultimi 5 anni	Sharpe Ratio	Volatility
FPA	30% JP Morgan Global Gov Bond EMU 30% MSCI Europe 20% MSCI World ex-Europe	50	8,80%	0,920	8,02%
FPN	37% SALOMON SB EGBI 1/3 anni 10% SALOMON SB EGBI all matur 53% MSCI WORLD	47	8,56%	0,957	7,45%

Fonte: Pioneer Investments

I risultati, riportati nella TAVOLA 5, confermano la regola di una volatilità crescente all'aumentare della quota di azioni in portafoglio. L'efficienza della gestione consente di mantenere il valore dello Sharpe Ratio attorno ad 1 in presenza di livelli di volatilità molto diversi. Il valore di Sharpe Ratio più elevato registrato dai mandati "bilanciati prudenti" sembra



indicare la particolare efficacia di questa strategia che assorbe la quota maggiore delle risorse affidate in gestione a Pioneer. Nei processi di selezione condotti dagli enti previdenziali, i parametri quantitativi (masse gestite e track record) hanno infatti un peso rilevante nella valutazione delle capacità dei singoli gestori. Da parte di Pioneer la numerosità e corposità dei mandati di questa categoria ha richiesto un costante sforzo di miglioramento e arricchimento dell'approccio "multiasset" adottato.

L'APPROCCIO MULTIASET DI PIONEER

Pioneer può contare su più di 27 anni di esperienza nell'investimento di portafogli multi-asset, con un AUM complessivo di €94 billion a fine giugno 2015.

La generazione della performance è basata su un processo di investimento strutturato che poggia su quattro capisaldi :

1. l'individuazione di strategie indipendenti da utilizzare nella costruzione del portafoglio, con precisa definizione di ritorni obiettivo e rischi associati
2. la costruzione del portafoglio basata su una efficace diversificazione dei rischi allocati sulle diverse strategie "attive" attraverso l'utilizzo del sistema proprietario di Risk Budgeting che consente di misurare quanto rischio ciascuna strategia aggiunge al rischio complessivo di portafoglio e se lo stesso possa essere ridotto combinando strategie poco o nulla correlate l'un l'altra.
3. una disciplinata gestione del drawdown (perdita massima in un periodo)
4. un contesto che promuove le abilità dei gestori

Nelle gestioni multi asset i rischi sono allocati su tre strategie di generazione di rendimento (Macro Strategy, Satellite e Security Selection) e su strategie Macro Hedging, finalizzate alla mitigazione dei rischi.

I. Le Strategie Macro

Basate su analisi fondamentale, ricerca macroeconomica e valutazioni delle attività svolte internamente, riflettono le nostre principali convinzioni e i relativi rischi. Tipicamente top down, le strategie macro rappresentano di fatto la nostra "visione del mondo".

II. Le Strategie Macro Hedging



Nei termini consentiti dalle linee guida indicate dal Cliente e in relazione alle condizioni di mercato, le trade Macro Hedging sono coperture a basso costo implementate per **gestire i rischi di perdita** che derivano da possibili scenari alternativi rispetto al nostro scenario base e per mitigare l'impatto negativo degli eventi di coda.

III. Le Strategie Satellite

Le Strategie Satellite sono tipicamente **idee di relative value potenzialmente su tutte le asset class** che mostrano una bassa correlazione con le strategie Macro Strategy. Hanno l'obiettivo di generare extra rendimento diversificando i rischi.

IV. Le Strategie di Selezione

Le strategie di selezione titoli possono contribuire significativamente alla generazione di **rendimenti poco correlati con quelli delle altre strategie**: sono focalizzate sui **singoli titoli selezionati con un approccio bottom-up**.

I gestori hanno accesso alla **ricerca prodotta a livello globale** dai team di analisti finanziari specializzati sia nel mercato azionario che del credito, con cui interagiscono in maniera continuativa. Anche l'**analisi quantitativa** ha un ruolo nella fase di generazione delle idee, grazie all'utilizzo di sistemi di screening generali, a livello di mercato o di singolo settore.



COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO IN GESTIONE

Come premessa di carattere metodologico segnaliamo che la composizione del patrimonio in gestione considera il peso dei diversi strumenti di investimento come dato puntuale relativo ai 90 mandati previdenziali considerati a fine 2014 e che i dati riflettono in modo sostanziale i contenuti delle politiche di investimento adottate dai soggetti previdenziali deleganti e, in misura più contenuta, le scelte tattiche del gestore finanziario nel rispetto dei criteri e limiti di investimento definiti nel mandato.

La TAVOLA 6 fornisce il peso dei diversi strumenti finanziari per le quattro categorie di soggetti previdenziali con il dettaglio dell'area geografica di riferimento

TAVOLA 6 – STRUMENTI FINANZIARI PER CATEGORIA DI ENTE PREVIDENZIALE

CATEGORIA	NUMERO MANDATI	PATRIMONIO GESTITO	PESO DELLE AZIONI	PESO DELLE OBBLIGAZIONI	ATTIVITA' LIQUIDE
FP NEGOZIALI	44	4.662	32,0%	66,5%	1,5%
FP PREESISTENTI	25	1.127	19,1%	79,0%	2,0%
FP APERTI	16	808	40,7%	57,6%	1,7%
ALTRA PREVIDENZA (CASSE)	5	301	12,4%	82,8%	4,9%
TOTALI E MEDIE	90	6.898	30%	68%	2%

Fonte: Pioneer Investments. Dati patrimoniali a fine 2014, espressi in milioni di Euro.

TAVOLA 6 bis– STRUMENTI FINANZIARI PER CATEGORIA DI ENTE PREVIDENZIALE

TIPOLOGIA TITOLO	FP NEGOZIALI	FP PREESISTENTI	FP APERTI	ALTRA PREVIDENZA (CASSE)	MEDIE PONDERATE
Azionario Europa	19,3%	14,0%	31,4%	4,5%	19,2%
Azionario Nord America	10,9%	4,5%	8,0%	5,0%	9,2%
Azionario Pacifico	1,6%	0,5%	1,4%	2,7%	1,4%
Azionari Paesi Emergenti	0,2%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%
Obbligaz. Europa	61,7%	73,3%	56,3%	81,1%	63,8%
Obbligaz. Nord America	4,5%	5,0%	1,2%	1,6%	4,0%
Obbligaz. Pacifico	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,1%
Obbligaz. Paesi Emergenti	0,2%	0,4%	0,0%	0,0%	0,2%
Attività Liquide	1,5%	2,0%	1,7%	4,9%	1,7%

Fonte: Pioneer Investments. Dati patrimoniali a fine 2014, espressi in milioni di Euro.



Dall'osservazione dei dati emerge con immediatezza che il "portafoglio previdenziale" gestito da Pioneer corrisponde in media ad una strategia bilanciata prudente, all'interno della quale prevalgono investimenti in titoli obbligazionari europei con un peso prossimo al 70%.

Parallelamente gli investimenti azionari rappresentano circa un terzo del totale e sono destinati prevalentemente al mercato europeo e in seconda battuta a quello nordamericano.

Al livello di singola categoria previdenziale si osserva una maggiore esposizione ai mercati azionari (soprattutto europei) da parte dei mandati riferiti ai fondi pensione aperti, e un profilo più conservativo nel gruppo dei mandati dei fondi preesistenti.

Il dato sconta due rilevanti fattori:

1. l'esito, nel tempo, delle selezioni condotte dai soggetti previdenziali
2. la composizione di portafoglio "tipica" dei vari soggetti previdenziali che nei f. p. preesistenti vede la quota di patrimonio delegata in gestione concentrata su mandati bilanciati prudenti e nei fondi aperti le scelte degli iscritti più orientate verso profili a maggior contenuto azionario.



COMPONENTE AZIONARIA: PESO E DISTRIBUZIONE PER AREA GEOGRAFICA E PER VALUTA

I dati utilizzati individuano l'area geografica con riferimento all'emittente del titolo considerato. La valuta rispecchia la denominazione valutaria dei titoli considerati.

TAVOLA 7

CATEGORIA	Azionario Europa	Azionario Nord America	Azionario Pacifico	Azionari Paesi Emergenti
FP NEGOZIALI	60,4%	34,1%	5,0%	0,6%
FP PREESISTENTI	73,2%	23,5%	2,9%	0,5%
FP APERTI	77,0%	19,6%	3,4%	0,0%
ALTRA PREVIDENZA (CASSE)	36,6%	40,5%	22,0%	0,9%
Valori medi	64,0%	30,8%	4,8%	0,5%

TAVOLA 7 bis

CATEGORIA	Euro	CHF	GBP	USD	JPY	Valute nordiche	Altre valute
FP NEGOZIALI	40,8%	6,8%	12,6%	33,5%	4,6%	1,3%	0,4%
FP PREESISTENTI	52,3	8,9%	14,5%	19,7%	2,9%	1,7%	0,0%
FP APERTI	43,1%	11,2%	21,3%	19,6%	3,4%	1,4%	0,0%
ALTRA PREVIDENZA (CASSE)	19,0%	6,2%	8,9%	41,2%	12,8%	1,2%	10,8%
Valori medi	42,0%	7,7%	14,1%	30,0%	4,3%	1,3%	0,5%

Fonte: Pioneer Investments. Data di riferimento 31/12/2014.



COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA: PESO E DISTRIBUZIONE PER AREA GEOGRAFICA E PER VALUTA

I dati utilizzati individuano l'area geografica con riferimento all'emittente del titolo considerato. La valuta rispecchia la denominazione valutaria dei titoli considerati.

TAVOLA 8

CATEGORIA	Obbligaz. Europa	Obbligaz. Nord America	Obbligaz. Pacifico	Obbligaz. Paesi Emergenti
FP NEGOZIALI	92,9%	6,7%	0,2%	0,3%
FP PREESISTENTI	92,9%	6,4%	0,3%	0,5%
FP APERTI	97,8%	2,1%	0,1%	0,0%
ALTRA PREVIDENZA (CASSE)	98,0%	2,0%	0,0%	0,0%
Valori medi	93,6%	5,9%	0,2%	0,3%

TAVOLA 8 bis

CATEGORIA	Euro	CHF	GBP	USD	JPY	Valute nordiche	Altre valute
FP NEGOZIALI	92,0%	0,0%	2,7%	4,8%	0,1%	0,1%	0,2%
FP PREESISTENTI	95,0%	0,0%	2,8%	2,0%	0,0%	0,0%	0,2%
FP APERTI	99,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ALTRA PREVIDENZA (CASSE)	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Valori medi	93,7%	0,0%	2,3%	3,7%	0,1%	0,1%	0,2%

Fonte: Pioneer Investments. Data di riferimento 31/12/2014.

L'esplosione dei dati a livello di asset class conferma la prevalenza di titoli obbligazionari europei denominati in Euro e, parallelamente, la destinazione media degli investimenti azionari per il 42% a titoli denominati in Euro, il 30% in USD, il 14% in GBP, il 7,7% in CHF e il 4,3% in Yen. E' marginale il peso delle altre valute.

L'esposizione valutaria, effetto in parte delle scelte strategiche di diversificazione in parte delle scelte tattiche, è comunque contenuta in valori compatibili con i nuovi limiti più stringenti rispetto alla normativa riflessa nei mandati attuali previsti dalla 166/2014.



INCIDENZA DEGLI INVESTIMENTI NON GOVERNATIVI DESTINATI
ALL'ECONOMIA ITALIANA

La TAVOLA 9 evidenzia il peso per ciascuna tipologia di ente previdenziale degli investimenti in emissioni italiane non governative al 31/12/2014. Il peso delle emissioni azionarie risulta in media dello 0,68%, quello dei titoli societari dell'1,65%.

TAVOLA 9

TIPOLOGIA	PATRIMONIO GESTITO PER TIPOLOGIA	PESO DELLE AZIONI ITALIANE	PESO DELLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE ITALIANE
FP NEGOZIALI	4.662	0,73%	1,58%
FP PREESISTENTI	1.127	0,47%	2,75%
FP APERTI	809	0,86%	0,70%
ALTRA PREVIDENZA (CASSE)	301	0,24%	1,19%
Totale e peso medio	6.899	0,68%	1,65%

Fonte: Pioneer Investments. Dati di patrimonio in milioni di Euro al 31/12/2014.

L'analisi è stata ripetuta sui dati al 30 giugno 2015.

TAVOLA 9 bis

TIPOLOGIA	PATRIMONIO GESTITO PER TIPOLOGIA	PESO DELLE AZIONI ITALIANE	PESO DELLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE ITALIANE
FP NEGOZIALI	4.765	3,16%	1,17%
FP PREESISTENTI	1.099	2,24%	2,56%
FP APERTI	925	4,26%	0,53%
ALTRA PREVIDENZA (CASSE)	315	0,81%	0,90%
Totale e peso medio	7.104	3,06%	1,29%

Fonte: Pioneer Investments. . Dati di patrimonio in milioni di Euro al 30/06/2015.

I dati riportati nella TAVOLA 9 bis mostrano un significativo incremento imputabile all'implementazione nel primo semestre 2015 della "strategia lungo azionario Europa" e alla contestuale significativa rivalutazione dell'indice della borsa italiana.

Si segnala che a fine 2014 l'Italia pesava il 3,14% dell'indice azionario MSCI Europe e lo 0,77% di quello MSCI World e che nel campione considerato solo un portafoglio presenta all'interno del proprio benchmark di riferimento anche l'indice borsistico italiano.



PROVVEDIMENTI DI NATURA ISPETTIVA E SANZIONATORIA

La SGR conferma che in relazione al patrimonio dei fondi pensione dato in gestione non ci sono stati provvedimenti di natura ispettiva o sanzionatoria da parte degli organismi competenti (Consob/Banca d'Italia).

CONCLUSIONI

L'entrata in vigore della nuova disciplina sui criteri e i limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione (DM Economia 166/2014), che dovranno adeguarsi entro maggio 2016⁶ unitamente ai tassi di interesse ai minimi storici presenti sui mercati obbligazionari internazionali ed in particolare nei paesi dell'area Euro, dove rimarranno bassi presumibilmente a lungo, pongono le condizioni per una revisione strategica delle politiche di gestione dei fondi pensione nella direzione di un maggior spazio per asset al momento non presenti che abbiano profili compatibili con gli obiettivi del risparmio pensionistico. Tra questi potranno avere un ruolo rilevante gli investimenti a sostegno dell'economia reale del Paese.

La introduzione di significativi elementi di novità negli assetti gestionali da parte dei Fondi che più concretamente potrebbero tradursi in un sostegno alla ripresa economica del Paese, quale ad esempio la partecipazione diretta in Fondi chiusi che investano in attività di carattere finanziario a medio o lungo termine, presupporrà un cambiamento di approccio alle scelte di investimento che dovrà riflettersi, come si è accennato, anche nei Regolamenti e negli Statuti dei Fondi Pensione. Alla luce della nostra esperienza, tale cambiamento appare non facile né scontato e necessiterà di ulteriori passi in avanti nel processo di responsabilizzazione degli organi di amministrazione e di rafforzamento dei presidi di controllo dei rischi e monitoraggio dei risultati conseguiti.

In un contesto di maggiore concorrenza quale quello delineato nel disegno di legge approvato dal Governo⁷, che auspichiamo sia trasformato in legge, la scelta dell'assetto gestionale

⁶ La nuova disciplina comporta un evidente cambio di prospettiva rispetto al precedente ordinamento (Decreto 703 del 1996) basato su vincoli quantitativi. Adottando in particolare un approccio flessibile ispirato al principio della gestione prudente e della diligenza professionale, essa accresce le possibilità di investimento dei Fondi Pensione sotto il profilo degli strumenti ammessi, purché funzionali agli obiettivi dichiarati nelle politiche di investimento e monitorabili da parte dei Fondi. Questi potranno, ad esempio, investire in FIA (fondi di investimento alternativi) entro certi limiti, in materie prime fino al 5% del portafoglio, e fare maggiore ricorso all'utilizzo di OICR in risposta a criteri dichiarati di efficienza ed efficacia.

⁷ Si fa in particolare riferimento all'allargamento del perimetro dei negoziali e al riconoscimento del diritto alla piena portabilità del contributo del datore di lavoro in caso di trasferimento



attraverso cui è modellata l'offerta di investimento potrebbe rivestire una importanza maggiore rispetto al passato. In particolare l'indicazione da parte dei fondi pensione di un impegno strategico a favore dell'economia reale del Paese potrebbe costituire un elemento distintivo e attrattivo per i Fondi.

Di assoluta rilevanza per gli operatori del settore sarà a nostro avviso la presenza di un sistema incentivante di chiara e sicura applicazione compatibile con le modalità di pianificazione delle strategie di investimento specifiche dei Fondi pensione e con le scadenze di adeguamento alla normativa e al contesto di mercato a cui si è accennato.

Da questo punto di vista, le disposizioni sul credito di imposta contenute nella Legge di stabilità⁸, a supporto degli investimenti in attività di carattere finanziario a medio e lungo termine, finalizzate a sottrarre all'innalzamento dell'aliquota di tassazione dei rendimenti annuali delle forme pensionistiche complementari (dall'11 al 20%) alcune tipologie di investimento che saranno individuate con apposito decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, pur avendo un intento meritevole molto apprezzato, potrebbero rivelarsi poco incisive sulle scelte dei Fondi in considerazione del meccanismo eccessivamente articolato e poco attinente alle peculiarità finanziarie dei fondi pensione.

Il calcolo del credito di imposta sul "risultato netto maturato reinvestito" in attività finanziarie a medio o lungo termine, oltre a porre una serie di dubbi interpretativi e applicativi⁹, si rifà ad un criterio conforme alle logiche operative di impresa (incentivo al reinvestimento degli utili che sarebbero distribuiti) che si attaglia a fatica al processo di definizione ed attuazione delle scelte di investimento dei fondi pensione istituiti ai sensi del D. lgs 252 che hanno come caratteristiche il regime di contribuzione definita, la gestione del patrimonio secondo il sistema tecnico-finanziario della capitalizzazione e la determinazione del risultato di gestione¹⁰ come incremento del patrimonio al netto dei flussi valorizzato ai prezzi di mercato. Il risultato di

⁸ Art. 1, comma 92, legge 190/2014 (legge di stabilità 2015) riconosce alle FPC un credito d'imposta pari al 9% del risultato netto maturato, assoggettato all'imposta sostitutiva di cui all'art. 17 d.lgs. 252/2005 applicata a ciascun periodo d'imposta a condizione che un ammontare corrispondente al risultato netto maturato assoggettato alla citata imposta sostitutiva sia investito in attività di carattere finanziario a medio o lungo termine individuate con decreto Mef.

⁹ Interpretando il testo letteralmente il calcolo dovrebbe essere fatto sul risultato di gestione dell'anno precedente già tassato ed avere come base di riferimento l'intero ammontare assoggettato all'aliquota sostitutiva del 20%, compresi i proventi da titoli pubblici ed equiparati.

¹⁰ Ai sensi dell'art. 17, co. 2 del D. lgs 252/2005 il risultato di gestione si determina sottraendo dal valore del patrimonio netto al termine di ciascun anno solare, al lordo dell'imposta sostitutiva, aumentato delle erogazioni effettuate per il pagamento dei riscatti, delle prestazioni previdenziali e delle somme trasferite ad altre forme pensionistiche, e diminuito dei contributi versati, delle somme ricevute da altre forme pensionistiche, nonché dei redditi soggetti a ritenuta, dei redditi esenti o comunque non soggetti ad imposta e il valore del patrimonio stesso all'inizio dell'anno.



gestione è pertanto una semplice plusvalenza valorizzata negli attivi, eventualmente monetizzabile in funzione di esigenze gestionali di ribilanciamento degli asset, la cui composizione risponde agli obiettivi strategici fissati nella politica di investimento e ai criteri da seguire per la realizzazione del piano finanziario. Ne discende che la scelta di investire in attività destinate al sostegno dell'economia reale dovrebbe essere una scelta fatta monte, in sede di definizione delle strategie di investimento da utilizzare nella costruzione di portafoglio per l'ottenimento degli obiettivi previdenziali e non già una scelta conseguente al risultato di gestione "maturato" nell'esercizio fiscale precedente. Per sua natura quest'ultimo è determinato dai prezzi di mercato degli asset a fine anno e presenta dunque un carattere di intrinseca aleatorietà che rende la misura troppo debole per incidere sulle scelte di investimento dei Fondi Pensione. La considerazione dell'elemento complessità (procedimento molto articolato per l'ottenimento del credito e dispiegamento dei benefici) e il ritardo nell'emanazione del decreto che individuerà le attività interessate dal credito di imposta accrescono i dubbi sull'efficacia della agevolazione.

Per favorire il consenso dei soggetti previdenziali ad investire in iniziative di supporto all'economia reale sarebbe a nostro avviso fondamentale semplificare la norma fiscale, equiparando, ad esempio, i redditi prodotti dalle attività che si intende agevolare ai redditi da titoli pubblici, che mantengono attraverso un parziale concorso alla formazione della base imponibile, una tassazione al 12,5%

Si richiama inoltre l'attenzione della Commissione sull'importanza di includere tra le attività da incentivare le partecipazioni detenute in "fondi di minibond" che costituiscono uno strumento di investimento destinato a una componente fondamentale del tessuto industriale italiano, quello delle imprese piccole e medie non quotate. Si segnala che Pioneer, come altri operatori di mercato, si è attivata nella istituzione di un Fondo di minibond adatto alle caratteristiche della clientela previdenziale e sta già investendo in alcune aziende di questo segmento di mercato. In termini generali preme inoltre sottolineare che al fine di accrescere le risorse previdenziali da convogliare sullo sviluppo economico del Paese è necessario sostenere la capacità di accumulo dei fondi pensione.

Nella maggior parte dei paesi dell'Unione Europea in ragione di questo obiettivo trova applicazione il regime EET.



Lo schema seguito in Italia già derogava tale impostazione (modesta esenzione dei contributi, tassazione agevolata dei rendimenti, tassazione favorevole delle prestazioni con scomputo delle fonti contributive già assoggettate a tassazione) ostacolando la portabilità intracomunitaria delle posizioni individuali e costituendo una barriera alla libera circolazione dei lavoratori italiani all'interno della UE.

Il quadro normativo attuale, con l'aggravio di tassazione dei rendimenti, la possibilità di liquidazione del TFR in busta paga e l'articolato meccanismo descritto di credito di imposta complica anziché semplificare e non punta sulla previdenza complementare come volano di sviluppo. L'adozione senza indugi di un regime fiscale di tipo EET darebbe un messaggio chiaro riguardo l'importanza assegnata dal legislatore alla previdenza complementare, porterebbe grandi benefici al sistema in termini di semplificazione e trasparenza, accrescerebbe la capacità di accumulo delle forme pensionistiche e le risorse da destinare all'economia reale, uniformerebbe il regime fiscale dei fondi pensione con quello dei fondi comuni di investimento ed eliminerebbe la discriminazione dei fondi pensione italiani rispetto a quelli degli altri stati membri della UE.

Le previsioni comprese nel disegno di legge concorrenza sui fondi pensione, finalizzate ad accrescere la flessibilità in uscita dal sistema (prestazioni, riscatti), potrebbero contenere nell'immediato gli effetti negativi sul gettito determinati dal passaggio dal modello ETT a quello EET, in forza dei maggiori introiti derivanti dalle uscite anticipate.

Per concludere vorrei aggiungere che per avere un sistema di previdenza complementare in grado di far fronte ai bisogni pensionistici e assistenziali dei nostri lavoratori e che al contempo concorra con i suoi investimenti alla ripresa economica del paese è necessario investire nella conoscenza. Da questo punto di vista appare indispensabile realizzare, un programma di educazione previdenziale di ampio respiro e di durata pluriennale, che partendo da campagne informative istituzionali abbia come obiettivo il radicamento della cultura finanziaria e previdenziale e crei le condizioni per il rafforzamento dei fondi pensione riconosciuti come investitori istituzionali di lungo termine.



ⁱ Marina di Bartolomeo è responsabile dal 2008 della funzione Fondi Pensione Aperti di Pioneer Investment Management SGRpA, all'interno dell'area Italian Distribution della società.

Ha un'esperienza quasi ventennale nel settore della previdenza complementare. In Fiat Geva (1996-2001) ha svolto attività di amministrazione e controllo della gestione finanziaria di fondi pensione aziendali (Fondo Pensione Capi e Quadri Fiat; Fondo Pensione per i Dirigenti delle Aziende Fiat; UK Fiat Common Investment Fund); in Capitalia AM SGR (2001-2008) è stata responsabile dell'Unità Fondi pensione e Previdenza Complementare. Di formazione economica (Laurea in Economia Politica, Università. L. Bocconi) ha lavorato come economista presso l'Ufficio Studi Economici di Fiat Spa (1990-1996) e collaborato con diversi enti di analisi e ricerca nell'ambito di progetti su tematiche di economia internazionale.

PAGINA BIANCA

€ 4,00



17STC0012890