

Relazione per l'anno 2015

Tav. 7.2

Enti previdenziali privati di base. Investimenti domestici e non domestici.

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

	Investimenti domestici		Investimenti non domestici		Investimenti complessivi	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%
Attività						
Titoli di Stato	10.408	14,5	4.830	6,7	15.238	21,2
Altri titoli di debito	1.098	1,5	5.514	7,7	6.612	9,2
- quotati	....	....	....	....	2.866	4,0
- non quotati	....	....	....	....	3.746	5,2
Titoli di capitale	1.517	2,1	4.299	6,0	5.816	8,1
- quotati	....	....	....	....	5.538	7,7
- non quotati	....	....	....	....	278	0,4
OICR armonizzati ⁽¹⁾	484	0,7	8.291	11,5	8.775	12,2
OICR non armonizzati ⁽²⁾	10.148	14,1	2.621	3,7	12.769	17,8
- di cui: fondi immobiliari ⁽²⁾	9.245	12,9	627	0,8	9.872	13,7
Immobili	8.754	12,2	-	-	8.754	12,2
Partecipazioni in società immobiliari	512	0,7	-	-	512	0,7
Totale	32.921	45,8	25.555	35,5	58.476	81,3
Liquidità					6.608	9,2
Polizze assicurative					415	0,6
Altre attività					6.409	8,9
Totale complessivo					71.908	100,0
<i>Per memoria:</i>						
Investimenti nella componente real estate	18.511	25,8	627	0,8	19.138	26,6
- immobili	8.754	12,2	-	-	8.754	12,2
- fondi immobiliari ⁽²⁾	9.245	12,9	627	0,8	9.872	13,7
- partecipazioni in società immobiliari	512	0,7	-	-	512	0,7

(1) In base alle informazioni disponibili, per oltre il 90 per cento degli OICR armonizzati, sulla relativa composizione in termini di titoli di debito e di capitale domestici (cosiddetto "Principio look through"), è stata stimata la ripartizione tra componente domestica e non della restante quota di tali strumenti finanziari.

(2) Non essendo disponibili dati sulla composizione dei portafogli detenuti, si è fatto riferimento alla relativa domiciliazione in Italia, reputata attendibile approssimazione della connotazione domestica degli investimenti sottostanti.

Relativamente infine al modello gestionale delle risorse detenute, risulta che il 52,3 per cento di esse (3,5 punti percentuali in meno rispetto al 2013), pari a 37,6 miliardi di euro, è costituito da attività gestite direttamente sulla base delle determinazioni assunte dagli organi di amministrazione degli enti.

Il 27,6 per cento (2,7 punti percentuali in più rispetto al 2013), pari a 19,8 miliardi di euro, è costituito dalle attività gestite attraverso OICR, diversi da quelli mobiliari "dedicati" (vale a dire quelli di cui l'ente è sostanzialmente l'unico quotista), e polizze assicurative.

Il restante 20,1 per cento, pari a 14,4 miliardi di euro, è rappresentato dalle attività gestite per il tramite di appositi mandati di gestione (anche in fondi comuni di

Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

investimento) conferiti a intermediari specializzati oppure mediante OICR/comparti di OICR mobiliari “dedicati”. Tale ultima situazione è relativa a tre enti che si sono avvalsi di OICR armonizzati di diritto lussemburghese (peraltro, per uno di essi tale situazione – di portata oramai residuale – è in via di superamento per effetto dell’avvio della procedura di liquidazione del veicolo lussemburghese).

Le suddette attività fanno capo a 44 gestori; di questi, 5 ne gestiscono il 51,7 per cento, con una percentuale massima di *asset under management* pari al 15,1 per cento; per i restanti 39 la percentuale massima di risorse in gestione è pari al 4,9 per cento.

Complessivamente le attività la cui gestione fa capo a intermediari specializzati (ossia quelle rappresentate dai mandati di gestione, dagli OICR/comparti di OICR mobiliari “dedicati”, dagli altri OICR e dalle polizze assicurative) ammontano quindi a 34,3 miliardi di euro, pari al 47,7 per cento del totale (in crescita di 3,5 punti percentuali rispetto al 2013).

Tav. 7.3

Enti previdenziali privati di base. Distribuzione delle risorse finanziarie per modalità di gestione.

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

	2013		2014	
	Importi	%	Importi	%
Attività gestite indirettamente	12.665	19,3	14.443	20,1
Attività gestite tramite OICR e polizze assicurative	16.366	24,9	19.826	27,6
Attività gestite direttamente	36.609	55,8	37.639	52,3
Totale	65.640	100,0	71.908	100,0

* * *

È utile rilevare incidentalmente come la complessiva situazione patrimoniale degli enti, come sopra rappresentata, si presenti diversa – per taluni aspetti anche in maniera significativa – da quella risultante dai relativi bilanci consuntivi, dal momento che questi solo in parte esprimono i valori di mercato delle attività detenute alla data di chiusura dell’esercizio. I bilanci, in assenza di una specifica normativa, sono infatti predisposti prendendo a riferimento la disciplina dettata in materia dal codice civile per le società per azioni, la quale prevede in sintesi, per quanto qui di interesse, che:

- le attività immobilizzate sono valorizzate al costo di acquisto, con obbligo di svalutazione nel caso in cui tale valore risulti inferiore a quello corrente alla data di chiusura dell’esercizio e tale differenza venga considerata come “perdita durevole” (la cui sussistenza, in circa la metà degli enti, viene peraltro verificata sulla base di specifici criteri quantitativi e/o qualitativi, che risultano tuttavia piuttosto eterogenei);

Relazione per l'anno 2015

- le attività che non costituiscono immobilizzazioni (rientranti nel cosiddetto “attivo circolante”) sono valorizzate al minor valore tra il costo di acquisto e il valore corrente alla data di chiusura dell’esercizio.

In presenza di movimenti ribassisti c’è pertanto un obbligo di allineamento dei valori delle attività detenute a quelli di mercato, che per le immobilizzazioni è comunque subordinato alla verifica della perdita durevole di valore; in caso di movimenti rialzisti, l’allineamento ai maggiori valori correnti – in presenza di precedenti svalutazioni – può invece avvenire solamente sino alla concorrenza dell’originario costo di acquisto delle attività detenute.

Sulla contabilizzazione delle attività detenute, e in particolare di quelle immobilizzate, incide anche la modalità di rappresentazione dei cosiddetti “fondi rettificativi” (costituiti per rilevare svalutazioni e/o riprese di valore ovvero per fini meramente prudenziali) che in alcuni casi sono evidenziati tra le passività dello stato patrimoniale, come previsto dallo schema di bilancio degli enti adottato a giugno 1996 dalla Ragioneria Generale dello Stato, mentre in altri sono riportati in diminuzione diretta delle corrispondenti attività, le quali sono pertanto indicate nello stato patrimoniale al netto di tali rettifiche.

Peraltro, la medesima difformità di rappresentazione contabile riguarda anche i fondi di ammortamento, incidendo in particolare – per quanto qui di interesse – sui valori contabili degli immobili di proprietà. In proposito giova altresì rilevare che in diversi casi il meccanismo dell’ammortamento interessa non solo i cespiti aventi una destinazione d’uso strumentale (ad es. sede), ma il complesso dei cespiti detenuti pur nella loro connotazione di tipica forma di investimento delle risorse a disposizione; proprio in virtù di tale connotazione, alcuni enti hanno interrotto, negli anni recenti, l’ammortamento dei cespiti non strumentali.

* * *

Sotto il profilo delle informazioni acquisite sulle modalità di definizione della politica di investimento e sui relativi criteri di attuazione, sull’articolazione del processo di impiego delle risorse disponibili e sul sistema di controllo della gestione finanziaria, la rilevazione effettuata ai fini del referto inerente al 2014 ha messo in evidenza i seguenti principali aspetti di rilievo.

Sul piano generale va rilevato che per i suddetti profili ancora si riscontra un elevato grado di eterogeneità di comportamenti; ciò anche per effetto della mancata adozione della specifica disciplina in materia di investimenti prevista dall’art. 14, comma 3, del Decreto legge 98/2011.

A fine 2014, 14 enti disponevano di una disciplina interna volta alla formalizzazione e proceduralizzazione di uno o più aspetti inerenti alle modalità di definizione della politica di investimento e ai relativi criteri di attuazione,

Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

all'articolazione del processo di impiego delle risorse disponibili e al sistema di controllo della gestione finanziaria; ciò anche al fine di assicurare la tracciabilità delle decisioni di investimento e di garantire la trasparenza dei comportamenti tenuti in tale ambito. Alcuni di questi enti hanno adottato tale regolamentazione solamente in tempi recenti, con la conseguenza che la relativa implementazione operativa non risultava ancora pienamente realizzata. I restanti sei enti non hanno ancora provveduto alla formalizzazione della documentazione relativa alla regolamentazione dei processi di cui sopra, anche se quattro di essi avevano comunque rappresentato l'intenzione di voler procedere, nel breve periodo, alla predisposizione di una siffatta regolamentazione interna.

Nell'ambito degli enti che si sono già dotati di forme di regolamentazione interna in materia degli investimenti, cinque enti hanno sottoposto tali documenti ai Ministeri del lavoro e dell'economia ai fini dell'approvazione ai sensi dell'art. 3, comma 2, lett. a), del Decreto lgs. 509/1994.

Nelle more dell'adozione del regolamento previsto dal sopra menzionato art. 14, comma 3, del Decreto legge 98/2011, gli enti hanno preso principalmente a riferimento, ai fini della predisposizione di tale regolamentazione interna, le "Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento" adottate dalla COVIP per i fondi pensione il 16 marzo 2012 e il DM Tesoro 703/1996 recante norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse, successivamente aggiornato con il DM Economia 166/2014.

In proposito va tuttavia evidenziato che la disciplina prevista in materia di previdenza complementare – non essendo cogente per gli enti – è stata spesso significativamente rielaborata sulla base di scelte riconducibili all'autonomia decisionale dei singoli enti. Ne è disceso che i documenti adottati si presentano comunque assai variegati sotto l'aspetto della struttura e dei contenuti: in diversi casi, si limitano a indicare i criteri da seguire per la definizione degli specifici aspetti inerenti in particolare alla politica di investimento da adottare e al sistema di controllo della gestione finanziaria, facendo rinvio alla predisposizione di ulteriori elaborati. Tale frammentazione ha determinato in più casi la coesistenza di diversi documenti che a vario titolo affrontano il tema degli investimenti, con conseguenti rischi di incongruenza e duplicazione dei contenuti e confusione anche in termini di ordine gerarchico degli stessi.

Relativamente alle modalità di definizione della politica di investimento in termini di obiettivi di rendimento perseguiti e di connessi profili di rischio, 13 enti hanno utilizzato specifiche analisi di tipo *asset and liability management* (ALM) – predisposte dall'*advisor* – finalizzate a definire l'obiettivo di rendimento in grado di assicurare la sostenibilità del regime previdenziale nel lungo periodo.

Sotto il profilo della *governance* adottata in materia di investimenti, come risultante anche dai sopra menzionati documenti, gli enti si presentano dotati di assetti variamente articolati, anche in funzione della dimensione delle attività detenute e della

Relazione per l'anno 2015

complessità della politica di investimento perseguita. Tali assetti hanno comunque alcuni tratti comuni.

In particolare, 17 enti prevedono la presenza di una commissione consiliare consultiva (in tre casi distinta per componente mobiliare e immobiliare), la cui composizione si presenta piuttosto variegata, prevedendosi comunque solitamente la partecipazione dei soggetti – sia interni sia esterni – coinvolti nel processo di investimento.

In 19 enti è presente una struttura interna preposta agli investimenti, connotata dimensionalmente in termini assai variegati e in diversi casi costituita solamente in tempi recenti e quindi non ancora pienamente implementata. Di questi, 11 enti dispongono inoltre di una unità organizzativa specificamente dedicata agli investimenti immobiliari.

Infine, 18 enti hanno fatto ricorso a uno (11 enti) o più *advisor* (7 enti), chiamati a supportare l'organo di amministrazione e le strutture operative interne nell'attività di controllo della gestione finanziaria e, talvolta, anche in relazione ad altri profili dell'attività di investimento, quali l'analisi di tipo *asset and liability management* (ALM), la definizione dell'*asset allocation* strategica/tattica e la selezione degli strumenti finanziari/gestori.

* * *

Nel corso del 2015 la COVIP ha svolto, oltre all'ordinaria attività di rilevazione e analisi delle informazioni e dei dati necessari per la predisposizione del referto annuale da rendere ai Ministeri vigilanti, approfondimenti su specifici aspetti della complessiva gestione finanziaria degli enti previdenziali privati di base.

Va innanzitutto rilevato che nell'anno in esame la COVIP ha iniziato a utilizzare, nell'ambito delle prerogative preordinate all'esercizio della propria attività di controllo, anche lo strumento ispettivo – contemplato dall'art. 14, comma 1, del Decreto legge 98/2011 (e successivamente richiamato dall'art. 2, comma 4, del DM Lavoro del 5 giugno 2012) – per l'approfondimento di taluni profili emersi proprio nell'ambito delle analisi cartolari poste in essere ai fini dell'attività di referto annuale.

Gli accertamenti ispettivi, le cui risultanze sono state prontamente portate a conoscenza dei Ministeri vigilanti per le conseguenti valutazioni di competenza, hanno interessato due enti *ex* Decreto lgs. 509/1994 e hanno posto particolare attenzione sulla *governance* degli investimenti, sulla correttezza e linearità del processo decisionale seguito nelle scelte di investimento, sul ruolo degli *advisor*, sui sistemi di controllo della gestione finanziaria, nonché su specifiche operazioni poste in essere. A tale ultimo riguardo, va rilevato come per uno dei due enti era stata l'attività di investimento in obbligazioni strutturate di tipo *credit linked note* – realizzata in un ambito che appariva totalmente destrutturato già a esito dell'analisi cartolare finalizzata al referto annuale – che aveva suggerito di condurre un approfondimento *in loco*.

Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

Più in dettaglio, in un caso è stata riscontrata una limitata capacità di analisi autonoma delle proposte e delle valutazioni dell'*advisor* da parte dei diversi organi coinvolti nel processo di investimento (consiglio di amministrazione, comitato esecutivo e commissioni consultive), nonché della Direzione finanza nell'espletamento della sua attività a supporto di detti organi.

La rilevata limitatezza del ruolo di quest'ultima ha inoltre connotato in termini problematici un assetto in cui l'*advisor* è chiamato a svolgere la propria attività in materia sia di supporto nelle decisioni di investimento, sia di controllo dei risultati da queste prodotte; assetto, questo, che, in una siffatta situazione, si reputa richieda l'adozione di soluzioni correttive idonee a prevenire, nell'ambito dell'operatività effettivamente realizzata, eventuali criticità riconducibili al potenziale conflitto di interesse caratterizzante l'*advisor* proprio in virtù delle complessive attività svolte.

Nell'altro caso sono state riscontrate numerose e significative criticità nel processo decisionale in materia di investimenti, principalmente conseguenza della mancata osservanza della stringata disciplina interna (peraltro parcellizzata tra diversi documenti). Nello specifico, il potere di proposta attribuito al direttore generale è risultato essere stato sovente esercitato senza il previsto supporto del Servizio finanziario e dell'*advisor*; il potere deliberativo attribuito al Presidente è risultato essere stato sovente esercitato senza il previsto consulto preventivo della competente commissione consiliare consultiva e senza la prevista informativa successiva al consiglio di amministrazione.

Anche in questo caso la riscontrata inadeguatezza del Servizio finanziario ha connotato in termini problematici un assetto in cui l'*advisor* è chiamato a svolgere la propria attività in materia sia di supporto nelle decisioni di investimento, sia di controllo dei risultati da queste prodotte; assetto su cui valgono le medesime considerazioni espresse in precedenza.

Sul finire del 2015 – successivamente all'adozione da parte della Banca d'Italia dei provvedimenti *ex* Decreto lgs. 180/2015 nei confronti di quattro banche in amministrazione straordinaria (Banca delle Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara e Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti) – la COVIP ha provveduto ad acquisire specifiche informazioni in merito all'esposizione degli enti nei confronti di dette banche, realizzata attraverso depositi, titoli di debito, titoli di capitale e qualunque altra eventuale forma.

La suddetta rilevazione – le cui risultanze sono state portate all'attenzione dei Ministeri vigilanti – ha evidenziato che alla data di adozione dei suddetti provvedimenti solamente un ente presentava una limitata esposizione nei confronti della Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, attraverso azioni (che al 31 dicembre 2014 avevano un'incidenza sulle attività totali a valori di mercato pari allo 0,049 per cento; data presa a riferimento quale epoca antecedente all'integrale riduzione del valore di tali titoli conseguente ai suddetti provvedimenti) e depositi (che al 31 dicembre 2015 avevano un'incidenza sulle attività totali a valori di mercato pari allo 0,053 per cento).

Relazione per l'anno 2015

Nei primi mesi del corrente anno, la COVIP ha condotto un approfondimento nei confronti di un ente *ex* Decreto lgs. 509/1994 a seguito di alcuni articolati esposti pervenuti. In particolare, per quanto di competenza, l'istruttoria ha riguardato l'individuazione della società chiamata a esprimere una valutazione di congruità sui valori di mercato degli immobili di proprietà dell'ente (resi disponibili nell'ambito di una risalente gara europea per la selezione della SGR che ha poi istituito e tuttora gestisce un fondo immobiliare multicomparto, di cui l'ente stesso è unico quotista), un'operazione di vendita a detto fondo immobiliare delle quote di un altro fondo immobiliare in precedenza nel portafoglio dell'ente, nonché la *governance* del fondo immobiliare "dedicato" con specifico riguardo ai comitati di comparto in cui l'ente è presente con i propri rappresentanti.

Nel corso del 2015 sono state poi effettuate ulteriori analisi istruttorie per rispondere a specifiche richieste formulate dai Ministeri vigilanti. Nell'ambito di tali iniziative rientra uno specifico parere reso a questi ultimi ai sensi dell'art. 2, comma 4, del DM Lavoro del 5 giugno 2012. Tale disposizione prevede infatti che la COVIP eserciti la propria attività di controllo sugli enti "*anche su specifica richiesta del Ministero del lavoro e delle politiche sociali e del Ministero dell'economia e delle finanze, per la valutazione dei processi finalizzati all'assunzione, da parte dei citati Enti, di iniziative aventi natura di investimento finanziario*". In particolare, detta valutazione ha riguardato un'operazione prospettata da un ente *ex* Decreto lgs. 509/1994 come un finanziamento a favore di uno schema avente lo scopo di assicurare talune prestazioni alla medesima collettività di riferimento dell'ente stesso.

La COVIP ha inoltre reso la richiesta valutazione sul documento di disciplina degli investimenti adottato da un ente *ex* Decreto lgs. 509/1994 ricevuto dai suddetti Ministeri ai fini dell'approvazione prevista dall'art. 3, comma 2, lett. a), del Decreto lgs. 509/1994.

* * *

Anche nel corso del 2015 la COVIP ha proseguito la collaborazione con il Ministero dell'economia e delle finanze finalizzata alla definizione delle specifiche disposizioni in materia di investimenti degli enti previdenziali privati di base, di conflitti di interesse e di banca depositaria; disposizioni che, ai sensi dell'art. 14, comma 3, del Decreto legge 98/2011, devono tener conto 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 assicuri 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).

Nell'ambito dell'*iter* di emanazione – non ancora intervenuta – del regolamento recante le suddette disposizioni, la COVIP ha rilasciato il parere di competenza e lo scorso 24 febbraio il Consiglio di Stato ha reso le proprie favorevoli valutazioni sullo schema trasmesso dal predetto Ministero.

Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

Tenuto conto che lo schema di decreto sottoposto all'esame del Consiglio di Stato contiene, tra l'altro, alcuni limiti quantitativi agli investimenti, si ritiene utile fornire alcune evidenze preliminari in merito alla situazione degli enti rispetto a questi ultimi; vengono presi in considerazione solamente i limiti per i quali i dati attualmente disponibili (oggetto del referto sul 2014) già consentono di effettuare talune valutazioni. Nello specifico si tratta dei seguenti valori:

- 35 per cento per gli investimenti in beni diversi dagli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, ivi inclusi quelli immobiliari e in azioni/quote di OICR alternativi (Fondi di Investimento Alternativi – FIA, *cfr. Glossario*);
- all'interno del suddetto limite, 30 per cento per gli investimenti immobiliari (ossia, beni immobili e diritti reali immobiliari; azioni/quote di FIA italiani immobiliari *ex art. 1, comma 1, lett. q)*, del DM Economia 30/2015; azioni/quote di società immobiliari *ex art. 1, comma 1, lett. r)*, di detto decreto; azioni/quote di FIA UE o non UE che investono prevalentemente in beni immobili e diritti reali immobiliari);
- 10 per cento per gli investimenti in FIA diversi da quelli immobiliari.

In base alle previsioni contenute nello schema di decreto, gli investimenti in beni diversi dagli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati in eccesso rispetto al suddetto limite del 35 per cento devono essere ricondotti entro tale valore in un arco temporale massimo di 10 anni dall'entrata in vigore del decreto stesso.

I suddetti limiti sono parametrati alle “disponibilità complessive” definite dallo schema di decreto come “*differenza tra le attività a valore corrente, considerate al netto dei crediti per contributi previdenziali scaduti da più di sei mesi, e le passività diverse da quelle connesse alle prestazioni istituzionali dell'ente, valutate anch'esse a valore corrente*”. Ai fini della determinazione di tale grandezza, nell'analisi condotta è stato utilizzato il totale dei crediti di natura contributiva, non essendo disponibili informazioni sulla relativa scadenza temporale (le “disponibilità complessive” così calcolate – pari a 67 miliardi di euro, a fronte di 71,9 miliardi di euro di attività totali – potrebbero essere pertanto sottostimate rispetto a quelle effettivamente in essere sulla base della suddetta definizione).

Dall'analisi effettuata con riferimento a fine 2014 emerge che 10 enti superano il limite del 35 per cento inerente all'investimento in beni diversi dagli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, ivi inclusi gli investimenti immobiliari e in azioni/quote di FIA.

La quota eccedente il limite in questione ammontava – per il complesso dei suddetti 10 enti – a circa 8 miliardi di euro; per i restanti enti il *plafond* disponibile per arrivare a saturare il menzionato limite era pari, a fine 2014, a circa 4,8 miliardi di euro. Il saldo di sistema per nuovi investimenti in beni diversi dagli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati era quindi negativo per 3,2 miliardi di euro.

Relazione per l'anno 2015

Tenuto conto che gli investimenti nella cosiddetta “economia reale” sono sovente realizzati proprio tramite FIA, va inoltre rilevato che per i suddetti 10 enti la possibilità di effettuare nuovi investimenti di tal genere risulterebbe quindi limitata alle attività finanziarie a medio o lungo termine individuate dal DM Economia 19 giugno 2015 (attuativo dell’art. 1, comma 91, della Legge 190/2014), le quali possono essere detenute, anche in deroga al limite in questione, entro il 5 per cento delle disponibilità complessive. Ciò fermo restando il generale principio dell’adeguata diversificazione degli investimenti che in ogni caso deve essere tenuto in considerazione in sede di effettuazione di eventuali nuovi impieghi di tal genere.

A fine 2014, il *plafond* per gli impieghi nelle attività finanziarie contemplate dal suddetto Decreto valeva, per i 10 enti che superavano il limite del 35 per cento inerente all’investimento in beni diversi dagli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, circa 1,8 miliardi di euro; per i restanti tale valore ammontava a circa 1,5 miliardi di euro.

In 11 enti viene superato il limite del 30 per cento riguardante gli investimenti immobiliari; di questi, solamente due non rientrano anche nel novero degli enti che eccedono il limite trattato in precedenza.

Infine, tre enti superano il limite del 10 per cento inerente agli investimenti in FIA diversi da quelli immobiliari.

PAGINA BIANCA

Relazione per l'anno 2015

8. La previdenza complementare in ambito internazionale

8.1 L'evoluzione generale

Secondo dati provvisori raccolti in sede OCSE, a fine 2015 le attività dei fondi pensione dell'area OCSE sono risultate pari a circa 25.000 miliardi di dollari, dato di poco inferiore a quello già registrato l'anno precedente e pari all'84,5 per cento del PIL dell'area. Considerando anche le forme pensionistiche diverse dai fondi pensione autonomi (principalmente, riserve nei bilanci delle imprese e contratti di assicurazione a scopo pensionistico), sulla base dei dati OCSE, si può valutare che le risorse complessivamente destinate a prestazioni pensionistiche nell'area siano vicine ai 40.000 miliardi di dollari.

L'andamento del dato aggregato è condizionato dall'apprezzamento del dollaro che ha avuto luogo nel corso del 2015 rispetto alle principali valute, con l'esclusione dello *yen*. Se non si tiene conto degli Stati Uniti, che peraltro continuano a rappresentare il 58 per cento del totale delle attività dei fondi pensione dell'area, nei principali paesi tali attività, se misurate in valuta nazionale, risultano infatti in crescita.

L'ammontare delle attività detenute dai fondi pensione supera il valore del rispettivo prodotto interno lordo nazionale nei Paesi Bassi (178 per cento), in Islanda (149 per cento), in Svizzera (125 per cento) e in Australia (118 per cento). Le risorse in gestione rimangono inferiori a un quarto del rispettivo valore del prodotto interno lordo in 21 paesi dell'area OCSE, tra cui Austria, Belgio, Francia, Germania, Spagna e Italia.

Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

Tav. 8.1

Fondi pensione nei paesi OCSE. Attività.*(dati di fine 2015, miliardi di dollari)*

Paese	Totale attività	% rispetto al PIL	Var. % 2014/2015 ⁽¹⁾
Australia	1.455	117,7	10,1
Austria	21	5,8	3,3
Belgio	27	5,9	8,5
Canada	1.182	79,8	5,2
Cile	155	69,6	8,9
Corea	116	8,8	25,6
Danimarca	130	44,8	-4,7
Estonia	3	12,8	18,5
Finlandia	115	50,8	..
Francia	13	0,6	17,6
Germania	217	6,6	2,4
Giappone	1.326	32,0	1,6
Grecia	1	0,6	2,8
Irlanda	115	49,1	..
Islanda	25	149,2	12,0
Israele	161	54,5	5,1
Italia	125	7,0	6,5
Lussemburgo	2	2,8	-2,7
Messico	162	15,4	4,2
Norvegia	32	9,0	8,7
Nuova Zelanda	36	22,2	21,8
Paesi Bassi	1.318	178,4	1,7
Polonia	37	8,0	-5,6
Portogallo	20	10,1	3,8
Regno Unito	2.695	97,5	1,9
Repubblica Ceca	15	8,3	10,0
Repubblica Slovacca	9	10,3	1,2
Slovenia	2	4,3	4,2
Spagna	113	9,6	3,7
Stati Uniti	14.299	79,7	-0,9
Svezia	45	9,1	4,4
Svizzera	804	124,7	2,6
Turchia	15	2,2	24,0
Ungheria	5	4,1	5,7
Totale	24.794	84,5	-1,6

Fonte: OCSE, dati provvisori.

(1) Variazioni del valore delle attività espresse in valuta nazionale.

Il ruolo che la previdenza complementare svolge dunque nei diversi paesi è molto diversificato. Esso varia in primo luogo in funzione della dimensione delle prestazioni offerte dalla componente pubblica. Dove tale componente ha offerto finora pensioni abbastanza generose, il sistema complementare è meno sviluppato; dove invece le pensioni pubbliche sono più ridotte, il sistema complementare ha spesso già raggiunto dimensioni di rilievo.

Relazione per l'anno 2015

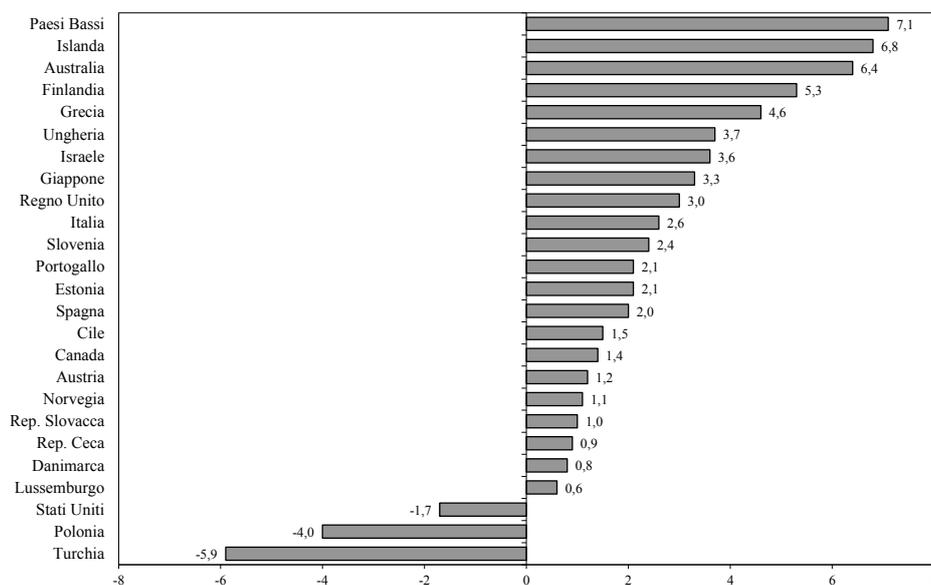
In effetti, circa la metà dei paesi aderenti all'OCSE affianca al pilastro pensionistico pubblico e obbligatorio pensioni complementari private anch'esse di natura obbligatoria (ad esempio l'Australia) ovvero semi-obbligatoria (ad esempio i Paesi Bassi, dove i piani previdenziali istituiti per iniziativa delle parti sociali sono resi obbligatori dalla legge per l'intero settore di riferimento). In alcuni altri paesi, tra i quali gli Stati Uniti e il Regno Unito, i piani pensionistici complementari, sebbene di natura volontaria, raggiungono comunque dimensioni cospicue.

I fondi pensione dei paesi dell'area hanno infatti realizzato rendimenti reali netti in valuta nazionale, seppur inferiori agli anni precedenti, comunque positivi, in media pari al 2,1 per cento. Si osserva peraltro una significativa dispersione fra i paesi: i rendimenti sono compresi tra il 7,1 per cento dei Paesi Bassi e il -5,9 per cento della Turchia.

Tav.8.2

Fondi pensione nei paesi OCSE. Rendimenti⁽¹⁾.

(dati a fine 2015, valori percentuali)



Fonte: OCSE, dati provvisori.

(1) Rendimenti reali netti, calcolati secondo la metodologia OCSE.

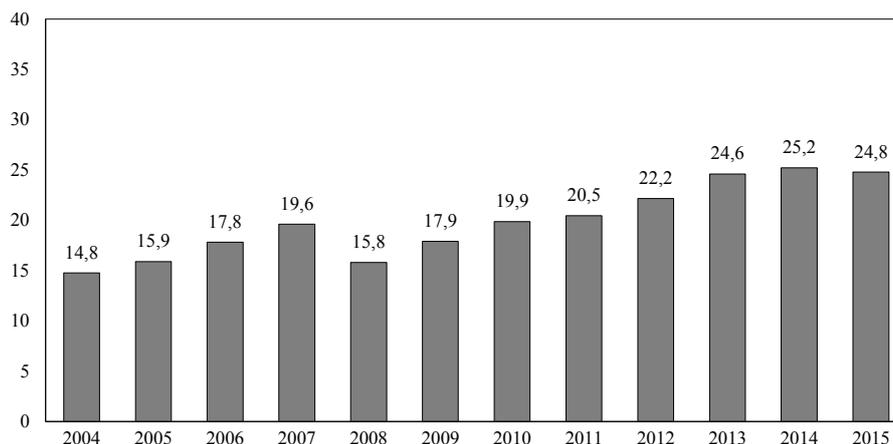
Nei sette anni dalla fine del 2008, le attività dei fondi pensione dell'area OCSE sono aumentate di circa 9 miliardi di dollari, pari al 6,8 per cento su base annua.

Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

Tav. 8.3

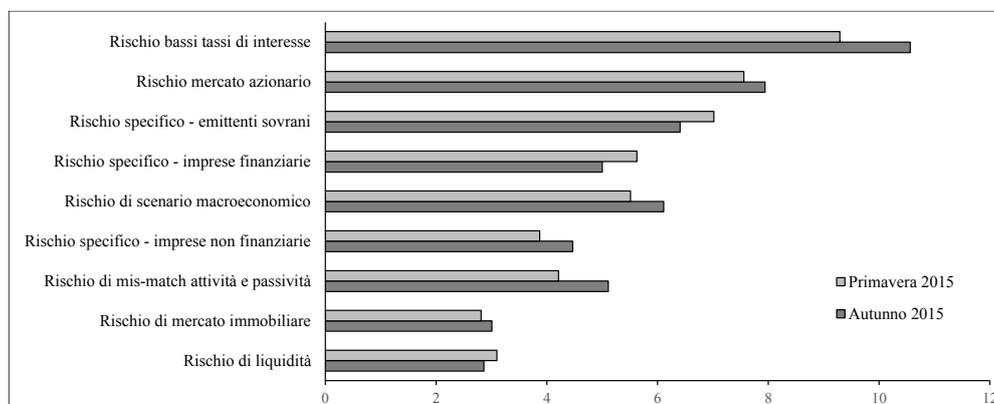
Fondi pensione nei paesi OCSE. Andamento attività.

(dati di fine 2015, migliaia di miliardi di dollari)

Fonte: OCSE, *Pension Markets in Focus*, 2015. Il dato relativo al 2015 è provvisorio.

L'attuale contesto macroeconomico, caratterizzato da una crescita moderata e da un basso livello di inflazione, e soprattutto le prospettive di una prolungata fase di bassi tassi di interesse (*cf. paragrafo 1.1*) e di contenuta redditività di tutte le forme di investimento rappresentano una fonte di rischio significativa per i sistemi di previdenza complementare. Tale valutazione è confermata dai giudizi espressi dalle autorità di vigilanza nazionali e raccolti dall'EIOPA a cadenza semestrale.

Tav.8.4

Principali fattori di rischio per i fondi pensione europei.Fonte: EIOPA, *Financial Stability Report*, dicembre 2015.

Relazione per l'anno 2015

Nei fondi a prestazione definita, i bassi tassi di interesse incidono sulle condizioni di solvibilità in virtù sia dell'aumento del valore degli impegni relativi alle prestazioni che i fondi dovranno erogare sia della minore redditività dei nuovi investimenti obbligazionari. Nei piani a contribuzione definita, uno scenario prolungato caratterizzato da bassi tassi di interesse si traduce in una minore redditività degli investimenti nonché in condizioni più sfavorevoli di conversione in rendita del montante accumulato; in ultima istanza, risultano più contenute le prestazioni che gli aderenti possono ragionevolmente attendersi.

Il contesto di bassi tassi di interesse potenzialmente spinge i fondi pensione, per erogare prestazioni adeguate, a ricercare investimenti che siano in grado di realizzare adeguati extra-rendimenti (*search for yield*). Cresce dunque la necessità che i fondi pensione si dotino di strutture organizzative appropriate per gestire portafogli con profili di rischio più elevati.

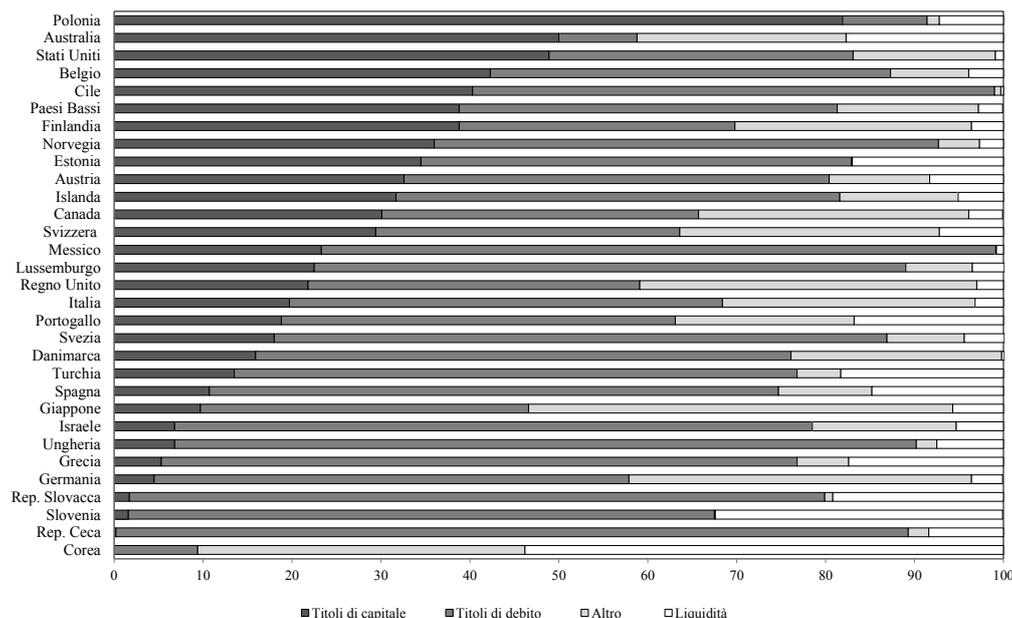
Gli investimenti in azioni e obbligazioni continuano a rappresentare i principali strumenti di investimento per i fondi pensione, con percentuali tuttavia variabili tra i diversi paesi. Al riguardo, assumono rilievo anche le normative nazionali di riferimento, che in molti casi prevedono limitazioni e/o vincoli rispetto ai possibili strumenti oggetto di investimento da parte dei fondi pensione. Sulla base dei dati OCSE relativi alla composizione del portafoglio, dati disponibili con riferimento al 2014, in alcuni paesi dell'Europa dell'est (Repubblica Ceca, Ungheria, Romania, Serbia e Repubblica Slovacca) e paesi latino-americani (Costa Rica e Messico), i fondi pensione detengono titoli obbligazionari in misura superiore al 75 per cento del portafoglio complessivo. Di contro, i fondi pensione di paesi come Stati Uniti, Australia, e Cile dimostrano una forte preferenza per l'investimento in titoli azionari. Rispetto al 2007 - ovvero prima della crisi del 2008 - nella maggior parte dei paesi OCSE si osserva una riduzione della quota investita in azioni a fronte di un incremento dell'investimento in titoli di debito, seppure con una notevole eterogeneità fra i paesi presi in esame.

Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione

Tav. 8.5

Fondi pensione nei paesi OCSE⁽¹⁾. Composizione del portafoglio.

(dati di fine 2014; valori percentuali)

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

(1) Dati riferiti ai fondi pensione autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica ovvero costituiti come patrimonio separato (cfr. OCSE, *Private Pensions: OECD Classification and Glossary*, 2005). Per l'Italia, la voce "Altro" include le riserve matematiche detenute presso imprese di assicurazione a fronte di future prestazioni previdenziali.

Guardando alla diversificazione geografica dei portafogli dei fondi pensione dei paesi OCSE, si rileva un'ampia dispersione nelle allocazioni degli investimenti in strumenti emessi da emittenti esteri (trascurabile per Turchia e Polonia fino a quasi tre quarti del totale per l'Estonia). In particolare, la tendenza a investire in titoli di emittenti esteri è maggiore nei paesi dell'area dell'euro. In alcuni paesi, dove vi è una limitata diversificazione dei portafogli, possono essere presenti vincoli derivanti dalla disciplina nazionale sugli investimenti.

Nell'indagine annuale condotta dall'OCSE su un gruppo di grandi fondi pensione, cui partecipano anche i tre fondi negoziali italiani più grandi, emerge, pur con un'elevata dispersione tra i diversi fondi presi in esame, che gli investimenti in attività estere costituiscono in media il 34 per cento del portafoglio e sono rappresentati in prevalenza da titoli di Stato. Per 10 dei fondi rientrati nell'indagine, tra cui anche quelli italiani, la quota è superiore al 50 per cento (cfr. *supra* paragrafo 1.5).