



# ***Rapporto sui fondi pensione negoziali 2017***





## Sommario

<b>Presentazione</b>	<b>5</b>
<b>1. Il settore della previdenza complementare italiana</b>	<b>11</b>
<i>1.1 - La composizione generale del settore</i>	<i>11</i>
<i>1.2 - I fondi pensione negoziali e la loro evoluzione</i>	<i>16</i>
<i>1.3 - Gli ultimi sviluppi normativi</i>	<i>26</i>
<b>2. Le politiche d'investimento dei fondi pensione negoziali</b>	<b>39</b>
<i>2.1 - Le linee offerte</i>	<i>39</i>
<i>2.2 - L'asset allocation</i>	<i>43</i>
<i>2.2 - Le garanzie</i>	<i>63</i>
<b>3. Gli investimenti in economia reale dei fondi pensione negoziali</b>	<b>65</b>
<i>3.1 - L'analisi degli investimenti in economia reale</i>	<i>65</i>
<i>3.2 - Le testimonianze di tre fondi pensione negoziali</i>	<i>71</i>



<b>4. Gli Investimenti Socialmente Responsabili dei fondi pensione negoziali</b>	<b>81</b>
4.1 - <i>Le strategie d'Investimento Sostenibile e Responsabile</i>	81
4.2 - <i>La fotografia degli investimenti SRI dei fondi pensione negoziali</i>	85
4.3 - <i>Le testimonianze di tre fondi pensione negoziali</i>	90
<b>5. Le performance dei fondi pensione negoziali</b>	<b>101</b>
5.1 - <i>L'analisi dei rendimenti 2017</i>	101
5.2 - <i>L'analisi dei rendimenti di lungo periodo</i>	104
<b>6. Gli stress test europei sui fondi pensione negoziali italiani</b>	<b>115</b>
6.1 - <i>L'importanza degli stress test</i>	115
6.2 - <i>I risultati degli stress test 2017 sui fondi pensione negoziali italiani</i>	117



## *Presentazione*

Assofondipensione è l'Associazione dei fondi pensione negoziali, costituita nel settembre del 2003 ad opera delle principali organizzazioni di rappresentanza delle imprese e dei lavoratori (Confindustria, Confcommercio, Confservizi, Confcooperative, Legacoop, Agci, e Cgil, Cisl, Uil e Ugl). Ad oggi risultano essere 32 i fondi pensione soci, istituiti, su base nazionale o regionale, nei principali comparti produttivi.

I 2,67 milioni di aderenti, comunque cresciuti del 12% negli ultimi tre anni grazie all'adesione automatica per via contrattuale in alcuni settori; gli oltre 47 miliardi di euro di risorse accumulate e destinate alle future prestazioni; il rendimento medio quasi del 3% negli ultimi anni, con i costi più bassi in assoluto, dimostrano che l'Associazione, a 14 anni dalla sua costituzione, ha saputo lavorare con efficacia per coordinare e valorizzare al meglio la crescita e il lavoro dei fondi pensione negoziali.

Si tratta di un bilancio importante che premia la lungimiranza e la capacità di collaborazione delle principali organizzazioni di rappresentanza delle imprese e dei lavoratori, che hanno istituito l'Associazione e che hanno saputo interloquire utilmente con tutte le istituzioni politiche, economiche e sociali al fine di promuovere nel Paese una cultura della previdenza complementare più matura e consapevole.

Va ascritto alla nostra Associazione il merito di aver costruito un percorso virtuoso, con un'azione il più possibile unitaria e in piena sinergia con i propri associati, per il

successo del nostro sistema di previdenza complementare, avendo cura di rimarcare la specificità dei fondi pensione negoziali rispetto ad altre forme di previdenza complementare.

Assofondipensione ha difeso con vigore e orgoglio la specificità dei fondi negoziali dai tentativi di scardinarne le fondamenta, più di recente intervenendo fermamente contro le proposte, contenute nel DDL Concorrenza, di rafforzare la 'portabilità dei fondi pensione' estendendola al contributo datoriale nonché di ampliare gli ambiti di operatività dei fondi al di fuori del bacino di riferimento, poi stralciate in via emendativa all'esame della Camera.

Importante è stato il supporto dell'Associazione anche alla tenuta del sistema rispetto ad alcuni interventi del Governo degli ultimi anni, come l'incremento della tassazione sui rendimenti nel 2014 (dall'11% al 20%) e la previsione del TFR in busta paga per il triennio 2015-2018, che hanno dimostrato piuttosto una sottovalutazione del legislatore sul tema del secondo pilastro.

Significativo è stato, inoltre, l'intervento recente dell'Associazione su eventuali rischi bail-in per le somme liquide dei fondi pensione depositate temporaneamente presso gli istituti di credito. L'allarme lanciato dalla nostra Associazione e raccolto da Covip e Bankitalia ha portato ad una decisa presa di posizione del legislatore a tutela dei fondi pensione.

L'impegno è continuare il percorso sin qui realizzato con sempre maggior autorevolezza, attraverso un confronto costruttivo e partecipato con tutti gli operatori del settore e con le Istituzioni competenti, al fine di sviluppare ulteriormente il nostro duplice ruolo istituzionale e di servizio agli associati.

Il contesto politico ed economico, le più recenti novità normative recate dalla Legge di Bilancio 2017 e dalla Legge sulla Concorrenza che attestano la rinnovata attenzione della politica al ruolo della previdenza complementare, il raggiungimento di masse gestite di grande rilevanza, aprono una nuova fase per l'Associazione che è chiamata ad accompagnare i fondi pensione soci nel passaggio da una fase pionieristica ad una fase più matura, che chiede al sistema un salto di qualità ulteriore per il quale la dimensione associativa è fondamentale.

Temi di notevole rilevanza saranno la crescita dimensionale dei fondi (in termini di

iscritti e quindi di patrimoni gestiti), nonché la diversificazione delle loro scelte di portafoglio, anche al fine di contribuire al sostegno dell'economia reale del Paese.

I fondi negoziali sono ormai diventati investitori istituzionali maturi, capaci di essere utili a doppio senso di marcia per l'economia del Paese: da una parte, come collettori del risparmio previdenziale, dall'altra, anche come finanziatori dell'economia nazionale e, quindi, come promotori di un circolo virtuoso teso alla crescita.

L'Associazione, al riguardo, si propone di trovare una sintesi di sistema che crei le condizioni per consentire ai fondi pensione di destinare – liberamente e volontariamente - almeno una parte del risparmio previdenziale al finanziamento dell'economia reale e allo sviluppo infrastrutturale. Ciò in cambio di buoni rendimenti ed adeguate condizioni di controllo del rischio per gli aderenti, stanti le necessità derivanti dal mutato contesto regolatorio (DM n. 166/2014) e dalla situazione del mercato finanziario, tenendo in considerazione gli incentivi fiscali per l'investimento di fondi pensione nell'economia reale, introdotti dalla recente normativa.

Peraltro, in questi ultimi anni tutti i fondi pensione negoziali hanno svolto un lavoro molto importante in termini di implementazione e miglioramento delle funzioni finanza interne al fine di dotarsi di strutture più efficienti e competenze più adeguate rispetto ad una gestione finanziaria sempre più complessa, con l'obiettivo di migliorare l'interlocuzione con l'offerta e tutelare al meglio gli interessi degli aderenti, anche ai fini di una più articolata diversificazione degli investimenti.

Assofondipensione sarà impegnata anche a consolidare il proprio ruolo istituzionale e di interlocutore privilegiato per i regulators e per tutto il mondo che ruota attorno alla previdenza complementare, anche in un contesto normativo che attribuisce ai fondi pensione il ruolo di strumenti sempre più efficienti e consolidati di Welfare, finalizzati ad agevolare la copertura di un bisogno crescente di protezione sociale, con la riconosciuta flessibilizzazione dei criteri di entrata (destinazione quota di TFR demandata alla contrattazione collettiva) e di uscita (anticipo pensionistico, R.I.T.A.) e in vista dell'avvio a breve di un processo di riforma che tenga conto della necessità di favorire l'aggregazione tra fondi, assicurare una maggiore efficienza del sistema, una più adeguata *governance*, il contenimento dei costi di gestione.

Dalle sfide richiamate e che oggi e nel prossimo futuro ci troviamo a dover affrontare

vengono quindi nuove opportunità di crescita complessiva che i Fondi Negoziali *in primis* e l'Associazione devono saper cogliere, dimostrando ancora una volta quella capacità di innovazione che ci è sempre stata propria e che ci ha permesso di essere assoluti protagonisti, da tanti anni ormai, della costruzione del secondo pilastro previdenziale.

Andrà rimarcato l'impegno dell'Associazione a presidio della specificità dei fondi pensione negoziali, anche rispetto agli impatti della normativa e della regolamentazione comunitaria (Direttiva IORP, Peep Eiopa, Stress test Eiopa), onde evitare che possano creare una distorsione del mercato e al contempo ingenerare confusione nella platea dei potenziali aderenti, ma soprattutto eliminare una serie di garanzie e controlli che il legislatore ed il regolatore italiano hanno già posto a presidio del nostro sistema.

Tra le tematiche di maggior rilievo che vedranno ulteriormente impegnata l'Associazione, dopo le positive iniziative già realizzate in passato, c'è anche l'educazione previdenziale e la comunicazione, per favorire il rilancio delle adesioni e accrescere la consapevolezza dell'importanza di aderire alla previdenza complementare, anche fungendo da stimolo per il Governo e i Ministeri competenti per una ripresa dell'informazione anche a livello istituzionale.

Nonostante lo sviluppo dei fondi pensione rappresenti un'esperienza di successo, non si può trascurare che oggi sono iscritti meno di 1/3 dei lavoratori potenzialmente aderenti a fronte di una previdenza pubblica che ha smesso di rappresentare quel "mondo ideale" privo di rischi per i lavoratori, che avrebbe dovuto garantire trattamenti pensionistici adeguati alle esigenze di vita dell'età anziana.

Il Rapporto 2017 di Assofondipensione vuole, pertanto, evidenziare i risultati del percorso sin qui conseguiti per riavviare la discussione sugli interventi di manutenzione necessari per apportare al sistema quei correttivi in grado di valorizzare un'esperienza positiva di Welfare di secondo livello e per rafforzare l'efficacia dell'azione associativa, in vista delle prossime sfide che attendono il secondo pilastro.

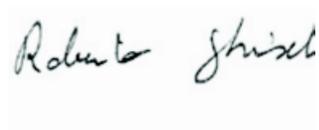
Siamo convinti che, dalla partecipazione, dal confronto e dalla condivisione delle esperienze e degli obiettivi con tutto il sistema associativo, l'Associazione potrà contribuire a rimarcare con maggiore vigore ed efficacia la propria azione e il proprio

ruolo per rendere il sistema dei fondi pensione negoziali sempre più moderno e adeguato alle esigenze dei lavoratori e delle imprese.

Il Presidente  
Giovanni Maggi



Il Vicepresidente  
Roberto Ghiselli







## *1. Il settore della previdenza complementare italiana*

### *1.1 - La composizione generale del settore*

#### *Gli iscritti*

Sono poco più di 8 milioni gli italiani iscritti a una forma di previdenza complementare a fine giugno 2017, a fronte dei circa 4,6 milioni di aderenti segnalati dalla Covip (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione) a fine 2007. In quasi 10 anni, quindi, il numero degli italiani che ha sottoscritto una forma di previdenza complementare è quasi raddoppiato. Si tratta di un dato positivo, ma non ancora sufficiente alla luce delle recenti riforme della previdenza pubblica nonché delle dinamiche demografiche e del mondo del lavoro. Le ultime modifiche normative in tema di pensioni pubbliche, infatti, hanno previsto il definitivo passaggio al regime contributivo, con un impatto che si annuncia negativo sugli assegni pensionistici dei lavoratori italiani, anche per effetto di un mercato del lavoro sempre più precario e di aspettative di vita maggiori che, automaticamente, ritarderanno la maturazione dei requisiti per l'accesso alla pensione. Mai come oggi, dunque, assume rilevanza l'adesione al secondo pilastro della previdenza. Nel primo semestre del 2017, gli iscritti sono aumentati di 234.725 unità (+3%). Infatti, a fine 2016, gli aderenti erano complessivamente pari circa a 7,8 milioni. Nel dettaglio, a fine giugno 2017, i fondi pensione negoziali contano circa 2,67 milioni di iscritti, in crescita del 2,7% rispetto ai quasi 2,6 milioni di aderenti di fine 2016.

La previdenza complementare in Italia: le adesioni

	giu-17 (1)	2016 *	2007
Fondi pensione negoziali	2.666.639	2.597.022	1.988.639
Fondi pensione aperti	1.315.203	1.258.979	747.264
Fondi pensione preesistenti	653.000	653.971	680.746
PIP "nuovi"	2.980.746	2.869.477	486.017
PIP "vecchi"	411.000	411.242	703.400
<b>Totale iscritti (2)</b>	<b>8.022.213</b>	<b>7.787.488</b>	<b>4.560.164</b>

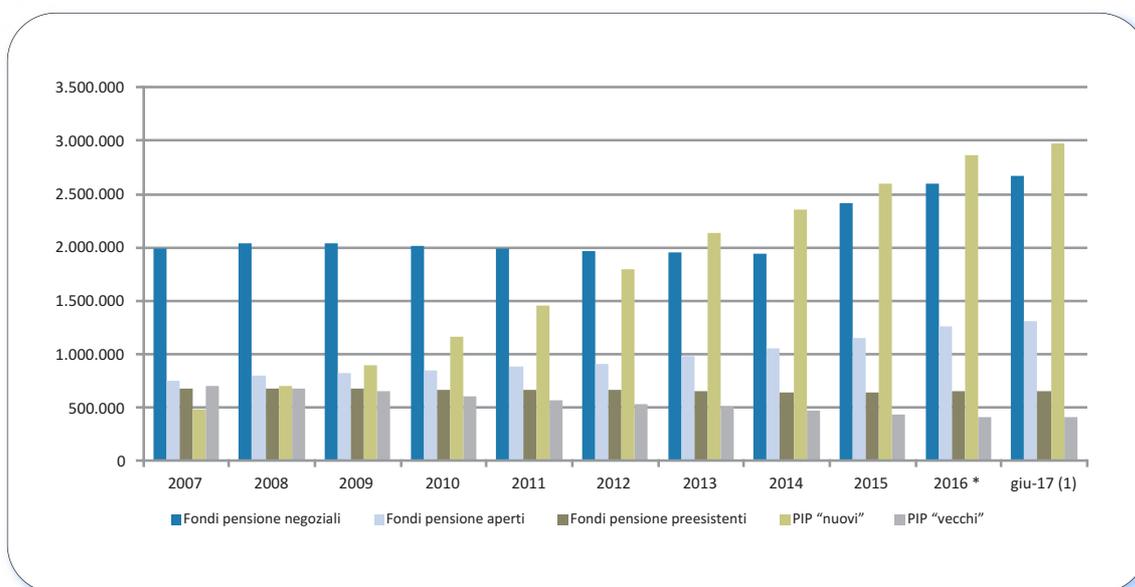
\* Sono inclusi gli iscritti che non hanno effettuato versamenti nell'anno e i cosiddetti differiti. Sono esclusi i pensionati.

(1) Per i PIP "vecchi" e i fondi pensione preesistenti i dati sono riferiti alla fine del 2016.

(2) Nel totale si include FONDINPS. Sono inoltre escluse le duplicazioni dovute agli iscritti che aderiscono contemporaneamente a PIP "vecchi" e "nuovi": a fine 2016 circa 41.000 individui, di cui 28.000 lavoratori dipendenti.

Fonte: Covip.

La previdenza complementare in Italia: l'andamento delle adesioni dal 2007 a giugno 2017



\* Sono inclusi gli iscritti che non hanno effettuato versamenti nell'anno e i cosiddetti differiti. Sono esclusi i pensionati.

(1) Per i PIP "vecchi" e i fondi pensione preesistenti i dati sono riferiti alla fine del 2016.

Fonte: Covip.

Si segnala, come il numero degli aderenti ai fondi pensione negoziali abbia vissuto, in particolare tra il 2014 e il 2015, ma con conseguenze anche negli anni successivi, una forte accelerazione dovuta, essenzialmente, all'introduzione del meccanismo di adesione generalizzata per via contrattuale con il contributo datoriale alla previdenza complementare prima per i lavoratori del settore edile e, a seguire, per altre categorie di lavoratori. Tra i fondi pensione negoziali coinvolti, si ricordano Prevedi, Cooperlavoro, Byblos e Fondapi, mentre già altri CCNL hanno iniziato a prevedere forme di "adesione di massa" e i loro effetti si vedranno nei prossimi anni. Quella dell'adesione automatica dei lavoratori alla previdenza complementare con il contributo del datore di lavoro, attraverso la previsione nei CCNL, è una strada positiva che può contribuire significativamente alla crescita del secondo pilastro e ad assicurare una pensione adeguata alle future generazioni di pensionati italiani.

### *Le risorse*

A fine giugno 2017, il patrimonio amministrato dal settore della previdenza complementare è pari a 155,16 miliardi di euro, con un rialzo del 2,6% rispetto ai 151,28 miliardi di euro di fine 2016. Nel corso di quasi 10 anni, di pari passo con la crescita del numero degli aderenti, gli asset amministrati sono aumentati del 169%: a fine 2007, infatti, alle differenti forme di previdenza complementari italiane facevano complessivamente capo "solo" 57,75 miliardi di euro.

In particolare, nel primo semestre del 2017, le risorse a disposizione dei fondi pensione negoziali sono cresciute da 45,93 miliardi di euro a 47,37 miliardi di euro (+3,1%), mentre a fine 2007 erano pari ad "appena" 11,6 miliardi di euro.

*Le risorse destinate alle prestazioni (1)*

	giu-17 (2)	2016 *	2007
Fondi pensione negoziali	47.367	45.931	11.599
Fondi pensione aperti	17.971	17.092	4.298
PIP "nuovi"	25.274	23.711	1.020
PIP "vecchi"	6.930	6.931	4.770
Fondi pensione preesistenti	57.540	57.538	36.054
<b>Totale Risorse D.P.(3)</b>	<b>155.160</b>	<b>151.278</b>	<b>57.747</b>

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

(2) Per i PIP "vecchi" e i fondi pensione preesistenti i dati sono riferiti alla fine del 2016. Per i PIP "nuovi", i dati del 2017 delle gestioni separate (ramo I) sono stimati.

(3) Nel totale si include FONDINPS.

Fonte: Covip.

*Il numero delle forme pensionistiche*

Ma quante sono le forme di previdenza complementari attualmente a disposizione degli italiani? Secondo la Covip, a fine 2016, sono operativi 36 fondi pensione negoziali, 43 fondi pensione aperti, 294 fondi pensione preesistenti (divisi in 187 autonomi e 107 interni) e 78 PIP "nuovi", per un totale di 452 soluzioni. Nel corso degli ultimi anni, si è notata una sostanziale riduzione dell'offerta, dovuta essenzialmente a processi di accorpamento e fusione delle forme complementari: a fine 2007, infatti, le forme pensionistiche complementari operanti nel sistema erano 629. Il calo ha riguardato, negli anni, soprattutto i fondi pensione preesistenti (in particolare si ricordano gli accorpamenti, in alcuni casi ancora in corso, decisi dai Gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco Popolare) e i fondi pensione aperti. In misura minore, si è ridotto anche il numero di fondi pensione negoziali, passati dai 42 di fine 2007 ai 36 di fine 2016 (si

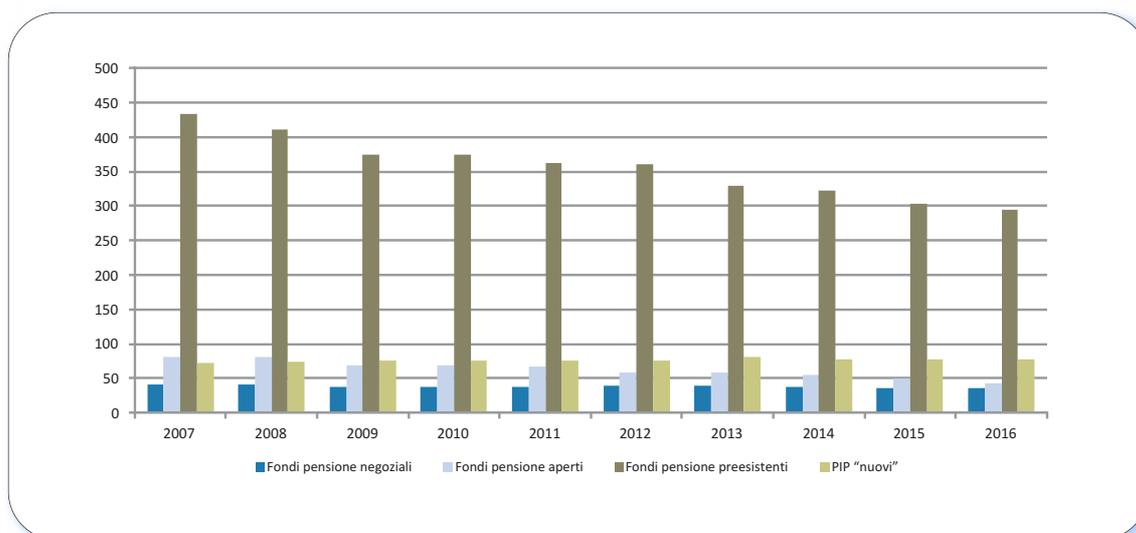
ricorda la fusione dei fondi del trasporto aereo Fondav e Previvolo con la costituzione, nel 2012, di Fondaereo) e il numero si ridurrà ulteriormente nei prossimi mesi per l'annunciata fusione di Cooperlavoro, Previcoper e Filcoop, che daranno vita a Previdenza Cooperativa, e per la confluenza di Prev.i.log. in Priamo.

### Il numero delle forme pensionistiche complementari

	2016	2007
Fondi pensione negoziali	36	42
Fondi pensione aperti	43	81
Fondi pensione preesistenti	294	433
PIP "nuovi"	78	72
<b>Totale (3)</b>	<b>452</b>	<b>629</b>

(3) Nel totale si include FONDINPS. Fonte: Covip.

### L'evoluzione del numero delle forme pensionistiche complementari



Fonte: Covip.

## 1.2 - I fondi pensione negoziali e la loro evoluzione

### *Gli iscritti e l'attivo netto destinato alle prestazioni*

A fine giugno 2017, sono 32 i fondi pensione negoziali, per un totale di poco meno di 2,64 milioni di aderenti, in crescita rispetto ai circa 2,57 milioni di fine 2016. Nei primi sei mesi del 2017, in particolare, i nuovi iscritti ai fondi pensione negoziali sono stati pari a 107.667 unità.

Al termine della prima metà del 2017, inoltre, i 32 soci di Assofondipensione mostrano un attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) di circa 46,83 miliardi di euro, con un rialzo del 3,1% rispetto ai 45,42 miliardi di euro di fine 2016. Nel dettaglio, nel primo semestre del 2017, i fondi pensione negoziali mostrano un saldo in attivo, con entrate legate alla gestione previdenziale di circa 2,48 miliardi di euro e uscite di 1,44 miliardi di euro.

### *I dati dei fondi pensione negoziali a fine giugno 2017*

	<i>giu-17</i>
<i>Numero fondi</i>	32
<i>Iscritti</i>	2.636.655
<i>Nuovi iscritti nel semestre</i>	107.667
<i>Entrate della gestione previdenziale</i>	2.475.316.973
<i>Uscite della gestione previdenziale</i>	1.438.571.300
<i>Attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP)</i>	46.832.381.523

*Dati riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.  
Fonte: elaborazione dati Mondoinstitutional.*

### I comparti

I 32 fondi pensione negoziali operativi a fine giugno 2017 contano, complessivamente, 97 comparti d'investimento. Il gruppo più numeroso è rappresentato dalle linee d'investimento Garantite (33) con un totale di 597.197 iscritti (il 22,4% del totale) e un attivo netto destinato alle prestazioni di circa 6,8 miliardi di euro (il 14,5% del ANDP del settore). I comparti Bilanciati, invece, sono 29 e sono stati sottoscritti da 1,24 milioni di italiani (il 46,4% della platea complessiva degli aderenti ai fondi pensione negoziali), per un totale di 17,14 miliardi di euro (36,6% degli attivi complessivi). Ammonta invece a 20,29 miliardi di euro (43,3% del totale), l'attivo netto destinato alle prestazioni dei 20 comparti Obbligazionari misti che, inoltre, vantano 715 mila iscritti (26,9% del totale). Le linee d'investimento Azionarie sono 13, a fine giugno 2017, con 47.258 iscritti (1,8% degli aderenti complessivi) e un ANDP di 1,41 miliardi di euro (3% del totale). Infine, sono solo 2 i comparti Obbligazionari puri disponibili e contano 66.134 iscritti (2,5%) per un attivo netto di quasi 1,19 miliardi di euro (il 2,5% del ANDP complessivo dei fondi pensione negoziali al 30 giugno 2017).

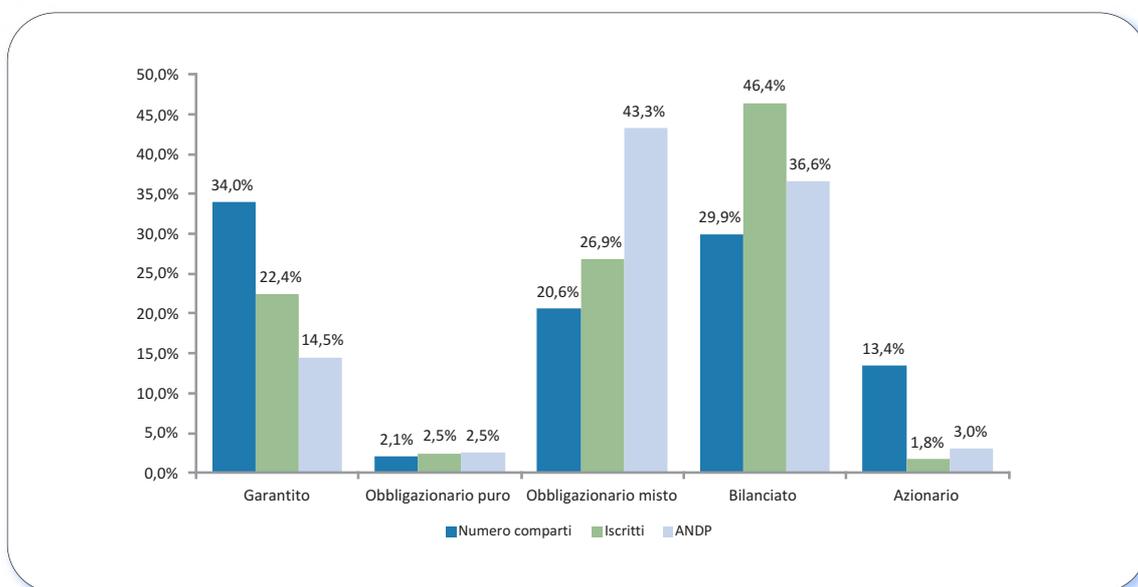
### Le tipologie di comparto

Tipologia di comparto	Numero comparti	%	Isritti	%	ANDP	%
Garantito	33	34,0%	597.197	22,4%	6.804.183.284	14,5%
Obbligazionario puro	2	2,1%	66.134	2,5%	1.189.654.132	2,5%
Obbligazionario misto	20	20,6%	715.496	26,9%	20.285.505.674	43,3%
Bilanciato	29	29,9%	1.236.294	46,4%	17.142.824.158	36,6%
Azionario	13	13,4%	47.258	1,8%	1.410.214.275	3,0%
<b>Totale</b>	<b>97</b>		<b>2.662.379</b>		<b>46.832.381.523</b>	

*Dati aggiornati a giugno 2017 e riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione. Il totale degli iscritti per tipologia di comparto è al lordo degli aderenti iscritti a più di un comparto.*

*Fonte: elaborazione dati Mondoinstitutional.*

*La distribuzione del numero dei comparti, degli iscritti e del ANDP dei fondi pensione negoziali*



*Dati aggiornati a giugno 2017 e riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione. Il totale degli iscritti per tipologia di comparto è al lordo degli aderenti iscritti a più di un comparto.  
Fonte: elaborazione dati Mondolnstitutional.*

*Le dimensioni*

Sul fronte delle risorse destinate alle prestazioni, i 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione mostrano una dimensione media di 1,5 miliardi di euro. La maggioranza dei fondi disponibili si colloca nella fascia tra 500 milioni di euro e 2,5 miliardi di euro di ANDP. In particolare, 11 Enti hanno a disposizione risorse tra 500 milioni di euro e 1 miliardo di euro (per un totale di quasi 8,77 miliardi di euro), mentre 10 fondi hanno tra 1 miliardo di euro e 2,5 miliardi di euro (per complessivi 16,45 miliardi di euro). Un solo fondo pensione negoziale ha risorse destinate alle prestazioni tra 2,5 miliardi di euro e 5 miliardi di euro (per 3,45 miliardi di euro) e 2 fondi hanno invece oltre 5 miliardi di euro a testa (per un totale di 16,19 miliardi di euro). Sul lato opposto, invece, sono 6 i fondi pensione negoziali con ANDP compreso tra 100 milioni di euro e 500 milioni di euro (per 1,8 miliardi di euro) e a due fanno

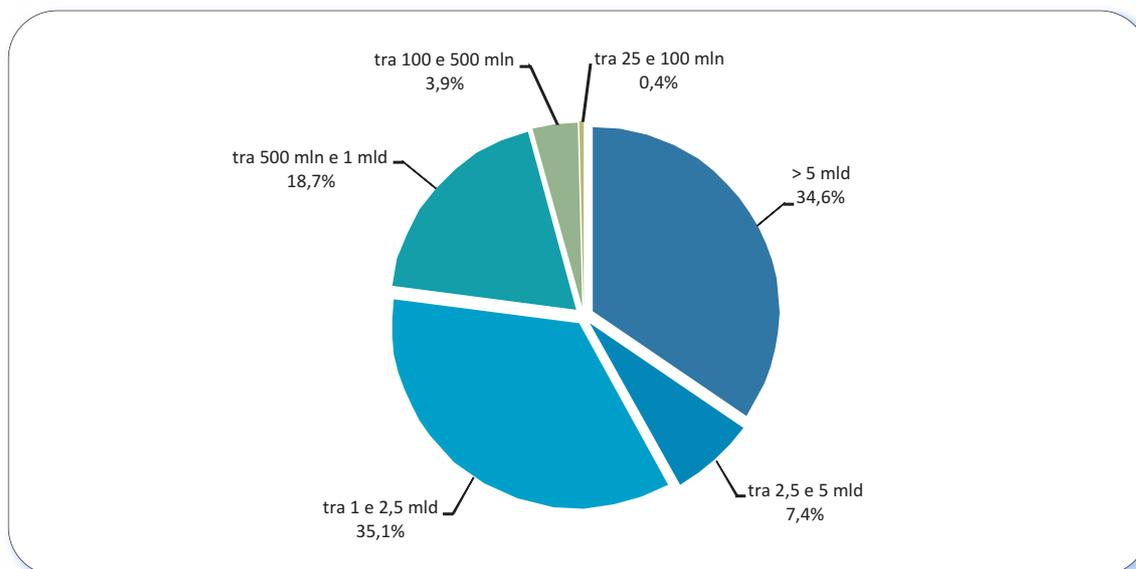
capo risorse tra 25 milioni di euro e 100 milioni di euro (per 165,62 milioni di euro).

**Distribuzione per classi dimensionali delle risorse destinate alle prestazioni**

Classi dimensionali	N.	Risorse destinate alle prestazioni
> 5 mld	2	16.193.983.722
tra 2,5 e 5 mld	1	3.449.911.393
tra 1 e 2,5 mld	10	16.453.040.261
tra 500 mln e 1 mld	11	8.765.760.811
tra 100 e 500 mln	6	1.804.063.695
tra 25 e 100 mln	2	165.621.641

Dati aggiornati a giugno 2017 e riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.  
Fonte: elaborazione dati Mondoinstitutional.

**Le risorse destinate alle prestazioni per dimensione dei fondi pensione negoziali**



Dati aggiornati a giugno 2017 e riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.  
Fonte: elaborazione dati Mondoinstitutional.

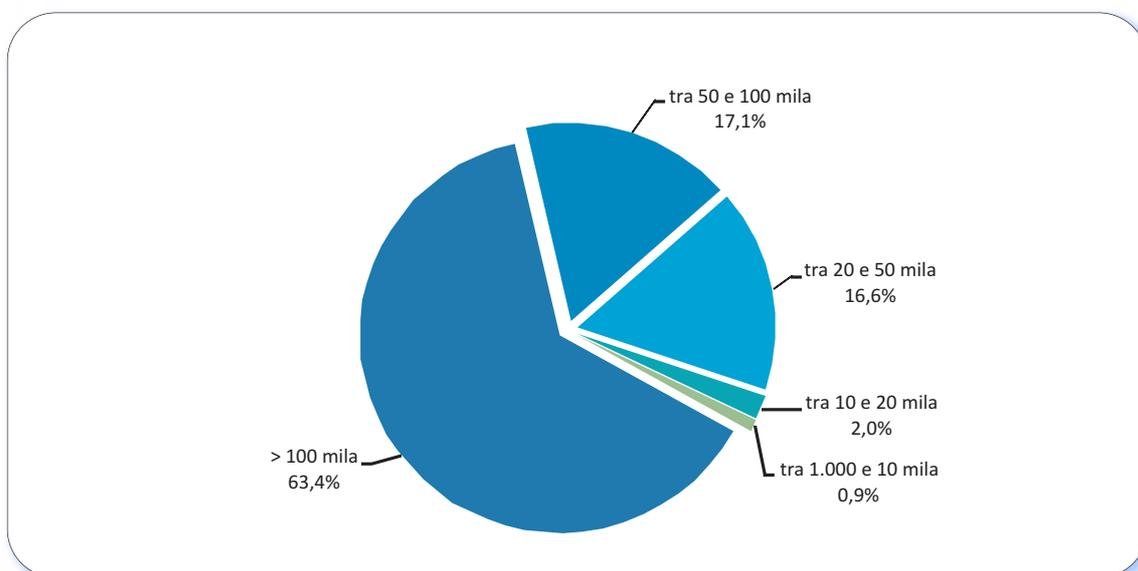
Guardando agli iscritti a fine giugno 2017, 6 fondi pensione negoziali hanno oltre 100 mila aderenti ciascuno (per un totale di oltre 1,67 milioni di iscritti). Vi sono poi 7 e 11 fondi che hanno, rispettivamente, tra i 50 mila e i 100 mila iscritti e tra i 20 mila e i 50 mila iscritti, per un totale di 450.501 aderenti i primi e 437.657 i secondi. Tra i 10 mila e i 20 mila sono invece gli iscritti di 4 fondi pensione negoziali per un totale di 52.495 iscritti e tra i mille e i 10 mila sono gli aderenti di altri 4 Enti per un totale di 24.611.

#### *Distribuzione per classi dimensionali degli iscritti*

<i>Classi dimensionali</i>	<i>N.</i>	<i>Iscritti</i>
<i>&gt; 100 mila</i>	<i>6</i>	<i>1.671.391</i>
<i>tra 50 e 100 mila</i>	<i>7</i>	<i>450.501</i>
<i>tra 20 e 50 mila</i>	<i>11</i>	<i>437.657</i>
<i>tra 10 e 20 mila</i>	<i>4</i>	<i>52.495</i>
<i>tra 1.000 e 10 mila</i>	<i>4</i>	<i>24.611</i>

*Dati aggiornati a giugno 2017 e riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.  
Fonte: elaborazione dati Mondoinstitutional.*

*Gli iscritti ai fondi pensione negoziali per classi dimensionali*



*Dati aggiornati a giugno 2017 e riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.  
Fonte: elaborazione dati MondolInstitutional.*

*La raccolta e i flussi contributivi del primo semestre 2017*

Nella prima metà del 2017, i 32 fondi pensione negoziali hanno registrato una raccolta netta di circa 1,04 miliardi di euro, frutto di entrate della gestione previdenziale per 2,48 miliardi di euro (di cui 2,40 miliardi di euro da contributi per prestazioni e 71,1 milioni di euro per trasferimenti in entrata da altre forme pensionistiche) e uscite della gestione previdenziale per circa 1,44 miliardi di euro.

**La raccolta netta nel 1° semestre 2017**

<i>Contributi per prestazioni</i>	2.404,2
<i>Trasferimenti in entrata da altre forme pensionistiche</i>	71,1
<i>Entrate della gestione previdenziale</i>	2.475,3
<i>Uscite della gestione previdenziale</i>	1.438,6
<i>Raccolta netta</i>	1.036,7

*Dati in milioni di euro aggiornati a giugno 2017 e riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.  
Fonte: elaborazione dati Mondoinstitutional.*

**Le entrate della gestione previdenziale**

Entrando nei dettagli dei 2,40 miliardi di euro di entrate della gestione previdenziale derivanti da contributi emerge che 1,51 miliardi di euro sono dovuti al versamento delle quote di TFR da parte degli iscritti ai fondi pensione negoziali, a cui si aggiungono 480,8 milioni di euro di contributi a carico del lavoratore e 414,1 milioni di euro di contributi a carico del datore di lavoro. I restanti circa 200 mila euro sono dovuti al reintegro di anticipazioni.

**I flussi contributivi nel 1° semestre 2017**

<i>Contributi per prestazioni</i>	
<i>a carico del lavoratore</i>	480,8
<i>a carico del datore di lavoro</i>	414,1
<i>TFR</i>	1.509,1
<i>Reintegro di anticipazioni</i>	0,2
<i>Totale</i>	2.404,2

*Dati in milioni di euro aggiornati a giugno 2017 e riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.  
Fonte: elaborazione dati Mondoinstitutional.*

Distinguendo sulla base dei comparti dei fondi pensione negoziali, risulta che, nel primo semestre del 2017, le linee d'investimento Bilanciate hanno registrato entrate per contributi di circa 836 milioni di euro, seguite dai comparti Obbligazionari misti con 830,5 milioni di euro e dai Garantiti con 433,6 milioni di euro. Le linee Obbligazionarie pure, invece, hanno segnato 232,6 milioni di euro di entrate della gestione previdenziale per contributi e quelle Azionarie per 71,5 milioni di euro.

***I flussi contributivi nel 1° semestre 2017 per tipologia di comparto***

<i>Contributi per prestazioni</i>	<i>Garantito</i>	<i>%</i>	<i>Obbligazionario puro</i>	<i>%</i>	<i>Obbligazionario misto</i>	<i>%</i>	<i>Bilanciato</i>	<i>%</i>	<i>Azionario</i>	<i>%</i>
<i>a carico del lavoratore</i>	76,1	17,5%	41,7	17,9%	162,2	19,5%	186,6	22,3%	14,3	20,0%
<i>a carico del datore di lavoro</i>	64,1	14,8%	27,4	11,8%	147,1	17,7%	163,4	19,5%	12,1	17,0%
<i>TFR</i>	293,5	67,7%	163,6	70,3%	521,1	62,7%	485,9	58,1%	45,1	63,0%
<i>Contributi altri aderenti</i>	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<i>Reintegro di anticipazioni</i>	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,1	0,0%	0,1	0,0%	0,0	0,0%
<b><i>Totale</i></b>	<b>433,6</b>		<b>232,6</b>		<b>830,5</b>		<b>836,0</b>		<b>71,5</b>	

*Dati in milioni di euro aggiornati a giugno 2017 e riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.  
Fonte: elaborazione dati Mondolnstitutional.*

Le uscite della gestione previdenziale

Nei primi sei mesi del 2017, le uscite della gestione previdenziale dei fondi pensione negoziali hanno totalizzato 1,44 miliardi di euro, di questi, le voci più importanti sono relative alle anticipazioni (476,6 milioni di euro), ai riscatti (427 milioni di euro) e alle erogazioni in forma di capitale (387,8 milioni di euro). Seguono poi le uscite dovute a trasferimenti verso altre forme pensionistiche (140,4 milioni di euro) e per trasformazioni in rendita (6,8 milioni di euro).

**Le uscite della gestione previdenziale nel 1° semestre 2017**

<i>Trasferimenti in uscita verso altre forme pensionistiche</i>	140,4
<i>Anticipazioni</i>	476,6
<i>Riscatti</i>	427,0
<i>Erogazioni in forma di capitale</i>	387,8
<i>Trasformazioni in rendita</i>	6,8
<i>Uscite della gestione previdenziale</i>	1.438,6

*Dati in milioni di euro aggiornati a giugno 2017 e riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.  
Fonte: elaborazione dati Mondolnstitutional.*

A livello di comparti, le uscite della gestione previdenziale più importanti hanno riguardato le linee Obbligazionarie miste (607,8 milioni di euro), seguite da quelle Bilanciate (460,3 milioni di euro) e Garantite (230,5 milioni di euro). Per i comparti Obbligazionari puri, invece, le uscite si sono attestate, nel primo semestre del 2017, a quota 107,6 milioni di euro, mentre per gli Azionari a 32,4 milioni di euro.

**Le uscite della gestione previdenziale nel 1° semestre 2017 per tipologia di comparto**

	Garantito	%	Obbligazio- nario puro	%	Obbligazio- nario misto	%	Bilanciato	%	Azionario	%
Trasferimenti in uscita verso altre forme pensionistiche	20,1	8,7%	14,8	13,7%	52,8	8,7%	45,9	10,0%	6,8	20,9%
Anticipazioni	62,3	27,0%	34,2	31,8%	198,6	32,7%	167,4	36,4%	14,2	43,7%
Riscatti	77,4	33,6%	39,8	37,0%	182,8	30,1%	118,9	25,8%	8,1	25,1%
Erogazioni in forma di capitale	69,4	30,1%	18,8	17,4%	170,8	28,1%	125,5	27,3%	3,3	10,3%
Trasformazioni in rendita	1,4	0,6%	0,0	0,0%	2,8	0,5%	2,6	0,6%	0,0	0,0%
<b>Uscite della gestione previdenziale</b>	<b>230,5</b>		<b>107,6</b>		<b>607,8</b>		<b>460,3</b>		<b>32,4</b>	

*Dati in milioni di euro aggiornati a giugno 2017 e riferiti ai fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.  
Fonte: elaborazione dati Mondoinstitutional.*

### 1.3 - Gli ultimi sviluppi normativi

Nel corso degli ultimi anni, il segmento della previdenza complementare e, in particolare, dei fondi pensione negoziali è stato interessato da una serie di novità normative con differente impatto. Le nuove norme hanno infatti riguardato gli investimenti realizzati dai fondi pensione, la tassazione applicata ai rendimenti, le anticipazioni per incrementare la flessibilità in uscita degli italiani dal mondo del lavoro fino alle ultime misure dirette a rilanciare le iscrizioni alla previdenza complementare.

#### Il Decreto MEF nr. 166 del 2014

Il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze nr. 166 del 2 settembre 2014, ovvero il Regolamento di attuazione dell'articolo 6, comma 5-bis del Decreto legislativo nr. 252 del 5 dicembre 2005, recante norme sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse, ha riformato il quadro normativo di riferimento per gli investimenti dei fondi pensione (fermo fino a quel momento al Decreto nr. 703 del 1996).

Nel dettaglio, tra le novità più rilevanti introdotte dal Decreto sul fronte degli investimenti si segnalano, all'articolo 3 relativo ai "Criteri di gestione, strutture organizzative e procedure", i seguenti principi: "I fondi pensione, nel rispetto del principio della sana e prudente gestione, perseguono l'interesse degli aderenti e dei beneficiari della prestazione pensionistica. Nella gestione delle loro disponibilità i fondi pensione osservano i seguenti criteri:

- a) ottimizzazione della combinazione redditività/rischio del portafoglio nel suo complesso, attraverso la scelta degli strumenti migliori per qualità, liquidabilità, rendimento e livello di rischio, in coerenza con la politica d'investimento adottata;
- b) adeguata diversificazione del portafoglio finalizzata a contenere la concentrazione del rischio e la dipendenza del risultato della gestione da determinati emittenti, gruppi di imprese, settori di attività e aree geografiche;

c) efficiente gestione finalizzata a ottimizzare i risultati, contenendo i costi di transazione, di gestione e di funzionamento in rapporto alla dimensione ed alla complessità e caratteristiche del portafoglio".

La nuova normativa ha precisato, inoltre, che "i fondi pensione adottano strategie di investimento coerenti con il profilo di rischio e con la struttura temporale delle passività detenute, in modo tale da assicurare la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le passività avendo come obiettivo l'equilibrio finanziario nonché la sicurezza, la redditività e la liquidabilità degli investimenti".

Il regolatore, nel quadro normativo in vigore dal 2014, ha anche sottolineato come i fondi pensione italiani siano tenuti a dotarsi "di procedure e di strutture organizzative professionali e tecniche adeguate alla dimensione e alla complessità del portafoglio, alla politica di investimento che intendono adottare, ai rischi assunti nella gestione, alla modalità di gestione diretta e/o indiretta e alla percentuale di investimenti effettuati in strumenti non negoziati nei mercati regolamentati".

Quanto ai limiti agli investimenti introdotti dal Decreto nr. 166, si evidenziano il tetto massimo del 30% di allocazione delle disponibilità complessive di un fondo pensione in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in Oicr alternativi (ovvero in Fia); il limite del 5% in strumenti finanziari connessi a merci; il massimo del 30% in esposizione valutaria. Tuttavia, è dato potere a Covip di "stabilire i casi in cui i limiti posti all'investimento dei fondi pensione possono essere superati" ed essa può anche "stabilire limiti più stringenti all'operatività dei fondi pensione in relazione alla situazione economico patrimoniale e all'adeguatezza della struttura organizzativa".

Secondo il Decreto nr. 166, poi, i fondi pensione non possono investire più del 5% totale in strumenti finanziari emessi da un unico soggetto e più del 10% in strumenti emessi da soggetti di un unico Gruppo. Limiti da cui derogano gli investimenti in quote o azioni di Oicvm, Fia italiani diversi da quelli riservati, Fia Ue e non Ue autorizzati alla commercializzazione in Italia ai sensi dell'art. 44, comma 5 e seguenti, del Tuf, nonché in strumenti finanziari emessi o garantiti da un Paese membro dell'Unione Europea, da un Paese aderente all'Ocse o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Paesi membri dell'Unione Europea.

Infine, l'articolo 5 ha precisato che "l'investimento in Oicr è consentito a condizione che:

- a) sia adeguatamente motivato dal fondo pensione in relazione alle proprie caratteristiche dimensionali e a quelle della politica di investimento che intende adottare e risponda a criteri di efficienza ed efficacia;
- b) la politica di investimento degli Oicr sia compatibile con quella del fondo pensione;
- c) l'investimento in Oicr non generi una concentrazione del rischio incompatibile con i parametri definiti dal fondo pensione ai sensi dell'articolo 3, comma 5;
- d) il fondo pensione sia in grado di monitorare il rischio relativo a ciascun Oicr al fine di garantire il rispetto dei principi e criteri stabiliti nel presente decreto per il portafoglio nel suo complesso;
- e) non comporti oneri aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal fondo pensione e comunicati agli aderenti;
- f) fermo restando il rispetto del principio di adeguata diversificazione degli investimenti, l'investimento in Fia è contenuto entro il limite del 20% delle disponibilità complessive del fondo pensione e del 25% del valore del Fia;
- g) l'investimento in Fia non Ue non commercializzati in Italia è consentito in presenza di accordi di cooperazione tra l'Autorità competente del Paese d'origine del Fia e le Autorità italiane".

I fondi pensione negoziali hanno quindi avviato il procedimento di adeguamento alla nuova legislazione, apportando modifiche ai propri Statuti e rafforzando i presidi dedicati agli investimenti, in modo tale che le rispettive Funzioni Finanza siano preparate anche per realizzare allocazioni nelle nuove e più complesse asset class. Diversi fondi pensione negoziali, inoltre, hanno già realizzato investimenti in soluzioni e asset class a cui, prima del Decreto MEF, non avevano accesso.

### La Legge di Stabilità 2015

La Legge di Stabilità 2015 (Legge nr. 190 del 23 dicembre 2014) è intervenuta in differenti modalità sull'operatività dei fondi pensione italiani, ovvero introducendo in via sperimentale la possibilità per i lavoratori di richiedere il Tfr maturato mensilmente di-

rettamente in busta paga, innalzando l'imposta sostitutiva della previdenza complementare al 20% (modificando anche le regole per determinarne la base imponibile) e stabilendo un credito d'imposta per determinati investimenti di lungo periodo nell'economia reale.

### Il Tfr in busta paga

La Legge di Stabilità 2015 ha introdotto la possibilità, per i lavoratori dipendenti privati che hanno un impiego da almeno 6 mesi presso l'azienda, di richiedere il Tfr in busta paga mensilmente. La misura, in via sperimentale, può essere richiesta dal lavoratore dal 3 aprile 2016 e tale scelta è irrevocabile fino a giugno 2018. Tale opzione è esercitabile anche dai lavoratori che stanno già versando il Tfr in un fondo di previdenza complementare. Alla quota di Tfr inserita mensilmente in busta paga è applicata la tassazione ordinaria.

La misura è stata da più parti giudicata un flop già a partire dai primi mesi di attuazione, avendo ricevuto scarse adesioni da parte dei lavoratori. Secondo uno studio realizzato dalla Fondazione dei Consulenti del Lavoro, a un anno dall'avvio della normativa ovvero a marzo 2016, su un campione di circa 900 mila lavoratori emerge che solo lo 0,74% dei dipendenti (6.712) si è avvalso di questa opportunità e il motivo sembra essere legato essenzialmente alla tassazione applicata. La maggioranza dei dipendenti intervistati (il 52%) ha infatti affermato di non aver chiesto l'anticipazione perché la tassazione è troppo penalizzante, mentre il 18% ha detto di ritenere che sia troppo dannoso per la pensione rinunciare a versare il Tfr in un fondo di previdenza. È dunque immaginabile ritenere che il provvedimento, adottato in via sperimentale, non sarà prorogato dopo il termine del prossimo giugno 2018.

### La nuova aliquota dell'imposta sostitutiva

In un periodo non facile per le finanze pubbliche e, più in generale, per l'economia italiana, il Governo ha deciso di reperire risorse anche intervenendo sulla tassazione ap-

plicata ai fondi pensione, aumentandola significativamente e intaccando così il risparmio previdenziale dei lavoratori.

A precisare la nuova fiscalità per le forme di previdenza complementare, introdotta con effetto 1° gennaio 2014, è stata la Circolare nr. 2/E del 2015 dell' Agenzia delle Entrate. Nel dettaglio, il documento di prassi dell' Agenzia ha sottolineato che l' imposta sostitutiva del 20% si applica sul risultato netto maturato in ciascun periodo d' imposta. Quest' ultimo deve essere calcolato senza considerare tutte quelle operazioni che nulla hanno a che vedere con i flussi finanziari connessi alla gestione del patrimonio mobiliare del fondo, che vengono quindi ad essere "sterilizzate". Inoltre, non si applicano nei confronti dei fondi pensione la maggior parte dei prelievi a monte sui redditi di capitale da essi percepiti (ad eccezione dei casi in cui specifiche norme dispongono diversamente): i fondi pensione assumono, in altri termini, la qualifica di soggetto cosiddetto "lordista". Sul fronte della determinazione della base imponibile su cui applicare l' imposta sostitutiva, invece, per non penalizzare gli investimenti dei fondi pensione nei Titoli di Stato, i cui redditi scontano l' aliquota agevolata del 12,5%, è sottolineato che i redditi dei Titoli di Stato concorrono alla formazione della base imponibile nella misura del 62,50%. "A questo proposito", spiega la stessa Agenzia delle Entrate "la circolare chiarisce che la base imponibile del risultato di gestione delle forme di previdenza complementare deve essere costituita dai redditi effettivamente derivanti dal possesso di questi titoli, realizzati nel corso del periodo d' imposta, inclusi quelli maturati al 31 dicembre dell' anno di riferimento. Aliquota light al 12,50% anche per gli investimenti indiretti in titoli pubblici effettuati dai fondi pensione tramite Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) e contratti di assicurazione".

#### Il credito d' imposta per determinati investimenti

In un periodo difficile per l' economia italiana e, in parte, per "compensare" la decisione di aumentare l' aliquota dell' imposta sostitutiva applicata ai fondi pensione e alle Casse di previdenza, la Legge di Stabilità 2015 ha anche introdotto un primo incentivo per la realizzazione di determinati investimenti di lungo periodo (successivamente accanto-

nato e sostituito con un nuovo provvedimento contenuto nella Legge di Bilancio 2017), al fine di veicolare parte del risparmio previdenziale in determinati settori.

Tale incentivo era regolamentato dal Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze d'attuazione dell'articolo 1, commi da 91 a 94, della legge 23 dicembre 2014, n. 190. Tale provvedimento conteneva la determinazione di condizioni, termini e modalità di applicazione del credito di imposta in favore degli Enti di previdenza obbligatoria, nonché delle forme di previdenza complementari e individuazione delle attività di carattere finanziario a medio e lungo termine nelle quali i medesimi soggetti dovevano effettuare i loro investimenti al fine di usufruire del credito.

### **La Legge di Bilancio 2017**

La Legge di Bilancio 2017 (Legge nr. 232 dell'11 dicembre 2016), come già menzionato, ha accantonato il credito di imposta per determinati investimenti di lungo periodo, introducendo un nuovo incentivo fiscale per l'allocazione in certi strumenti domestici, ma ha anche previsto una serie di misure per agevolare la flessibilità in uscita degli italiani dal mondo del lavoro.

#### *L'agevolazione per gli investimenti di lungo termine*

Considerando lo scarso successo del precedente credito d'imposta deciso dalla Legge di Stabilità 2015, all'Art. 18, la Legge di Bilancio 2017 ha previsto un nuovo quadro fiscale per gli investimenti di lungo termine realizzati dagli investitori istituzionali (fondi pensione inclusi). Come riportato nelle Schede di lettura della Legge di Bilancio 2017, "l'articolo 18, commi 1/10, prevede la detassazione per i redditi derivanti dagli investimenti a lungo termine (almeno 5 anni) nel capitale delle imprese effettuati dalle Casse previdenziali o da fondi pensione nel limite del 5% dei loro asset. Contestualmente è soppressa per gli stessi soggetti la disciplina del credito d'imposta per gli investimenti infrastrutturali. Le operazioni di costituzione, trasformazione, scorporo e concentrazione tra fondi pensione sono assoggettate alle imposte di registro, ipotecaria e catastale nella misura fissa di 200 euro". Più in dettaglio, l'Art. 18, ai commi 1

e 2, consente agli Enti di previdenza di effettuare investimenti, fino al 5% del loro attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente, in:

a) azioni o quote di imprese residenti fiscalmente in Italia, nella Ue o nello Spazio economico europeo;

b) azioni o quote di Oicr (organismi di investimento collettivo del risparmio: ovvero Fondi comuni di investimento, Società di investimento a capitale variabile, Società di investimento a capitale fisso, Fondi di investimento alternativi) residenti fiscalmente in Italia, nella Ue o nello Spazio economico europeo che investono prevalentemente negli strumenti finanziati indicati dalla lettera a).

Il successivo comma 3, invece, "stabilisce che i redditi generati dai suddetti investimenti sono esenti da imposizione, sempre che non si tratti di plusvalenze realizzate mediante cessione a titolo oneroso di partecipazioni qualificate (ovvero quelle che rappresentano una percentuale di diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria superiore al 2 o al 20% ovvero una partecipazione al capitale o al patrimonio superiore al 5 o al 25%, secondo che si tratti di titoli negoziati in mercati regolamentati o di altre partecipazioni)". Si aggiunge, come precisato al comma 4, che gli strumenti finanziari oggetto di investimento qualificati ai sensi del comma 1 devono essere detenuti per almeno cinque anni: "In caso di cessione prima dei cinque anni, i redditi realizzati attraverso la cessione e quelli percepiti durante il periodo minimo di investimento sono soggetti ad imposizione secondo le regole ordinarie".

I successivi commi 5, 6, 7 stabiliscono la medesima esenzione per le forme di previdenza complementare. Secondo le intenzioni di alcune forze politiche, il provvedimento avrebbe dovuto recepire anche alcuni emendamenti per estendere l'incentivo all'investimento in strumenti obbligazionari (come sottolineato e richiesto dal mondo previdenziale), ma la crisi del Governo Renzi in carica nel dicembre 2016, ha fatto sì che la Legge di Bilancio 2017 fosse approvata in tempi brevi senza ulteriori modifiche.

### L'Anticipo Pensionistico (APE)

Dopo la riforma Fornero del 2012 della previdenza pubblica, che ha alzato i requisiti

per il pensionamento, collegandoli anche a un meccanismo automatico di innalzamento dell'età basato sull'aspettativa di vita, il Governo, facendo fronte alle richieste provenienti dalle parti sociali, ha proposto nuovi meccanismi per aumentare la flessibilità in uscita degli italiani dal mondo del lavoro. A decorrere dal primo maggio 2017, in via sperimentale fino a 31 dicembre 2018, la Legge di Bilancio 2017 ha quindi istituito l'Anticipo pensionistico (APE), regolamentandolo all'Art. 1 commi 166/172, 177, 179/186, che consente di lasciare il lavoro anticipatamente ai soggetti con almeno 63 anni di età e 20 anni di contributi e che maturano il diritto alla pensione di vecchiaia entro 3 anni e 7 mesi. Tuttavia, in alcune sue forme, la nuova misura ha vissuto notevoli ritardi nel divenire esecutiva, a causa della mancata adozione dei regolamenti attuativi nelle corrette tempistiche.

L'Anticipo finanziario a garanzia pensionistica (APE) consiste in un prestito concesso da un soggetto finanziatore e coperto da una polizza assicurativa obbligatoria per il rischio di premorienza corrisposto, a quote mensili per dodici mensilità, a un lavoratore in possesso di specifici requisiti, da restituire a partire dalla maturazione del diritto alla pensione di vecchiaia con rate di ammortamento mensili per una durata di venti anni. Questa tipologia di APE è anche detta APE Volontaria, a cui si affianca l'APE Sociale, che consiste in un'indennità che viene corrisposta fino al conseguimento dei requisiti pensionistici da parte di alcuni soggetti lavoratori. L'APE Sociale vale infatti solo per alcune fasce di lavoratori "in difficoltà" (cassintegrati, disoccupati, familiari di invalidi ed altre), o per chi svolge attività gravose (come gli operai edili, i macchinisti, facchini, le maestre d'asilo, gli infermieri, ecc.). Questi soggetti ricevono un assegno parametrato alla pensione ma fino a un massimo di 1.500 euro. Terminato il periodo "ponte" di 3 anni e 7 mesi percepiranno la pensione. Con l'Ape Sociale non c'è un prestito della banca che deve essere restituito e, quindi, il soggetto non incorre in alcun effetto negativo sulla pensione.

Nel mix degli strumenti offerti al lavoratore e alle imprese per agevolare il pensionamento, la Legge di Bilancio 2017 ha previsto anche la possibilità per il datore di lavoro, in caso di accordo tra le parti, di sostenere i costi dell'APE Volontario attraverso il versamento all'INPS di una contribuzione correlata alla retribuzione percepita prima della

cessazione del rapporto di lavoro, in presenza di accordi collettivi anche attraverso appositi fondi bilaterali in essere o appositamente creati, in modo da produrre un aumento della pensione tale da compensare gli oneri relativi alla concessione dell'APE. In questo caso, l'APE Volontaria è definita APE Aziendale.

L'APE non ha impatti diretti sulle forme di previdenza complementari, a differenza dell'istituto della RITA.

#### La Rendita Integrativa Temporanea Anticipata (RITA)

Regolamentata sempre all'Art. 1 della Legge di Bilancio 2017 (ai commi 188/192), la Rendita Integrativa Temporanea Anticipata (RITA) costituisce, insieme all'APE, una delle modalità per anticipare la percezione di un reddito per raggiungere la pensione di vecchiaia per i lavoratori iscritti a forme di previdenza complementari a contribuzione definita (fondi pensione preesistenti esclusi).

Introdotta anch'essa in via sperimentale fino al 31 dicembre 2018, la RITA è accessibile ai lavoratori iscritti alla previdenza complementare in possesso di almeno 63 anni di età, 20 anni di contributi e che si trovano a non più di 3 anni e 7 mesi dal pensionamento di vecchiaia nel regime pubblico obbligatorio e a condizione che maturino un rateo pensionistico nel regime obbligatorio non inferiore a 1,4 volte il trattamento minimo Inps (702,65 euro al mese, da determinare al netto della rata di restituzione dell'eventuale APE richiesto in abbinamento alla RITA). La RITA consiste, in sostanza, in un reddito ponte, non erogato dal settore bancario o assicurativo o dal datore di lavoro attraverso l'Inps (come nell'APE Volontaria) né dallo Stato (come nell'APE Sociale), bensì dalla forma di previdenza complementare a cui il lavoratore ha contribuito, erodendo in tal modo, interamente o parzialmente, il capitale accumulato nel fondo complementare. Proprio per questo motivo, la misura ha ricevuto alcune critiche dal mondo previdenziale perché ritenuta contraria alla natura stessa del secondo pilastro, in quanto l'utilizzo del risparmio previdenziale accumulato per integrare l'assegno pensionistico pubblico, verrebbe intaccato a favore di un'uscita anticipata dal mondo del lavoro.

La RITA è anche incentivata fiscalmente, in modo analogo alle rendite erogate dalla previdenza complementare. Per l'erogazione della RITA, inoltre, le forme di previdenza complementari possono applicare dei costi di gestione, che devono essere indicati al momento dell'adesione.

Attualmente, infine, è in corso una discussione a livello parlamentare che vede sensibilmente modificati i requisiti della RITA. La Legge di Bilancio 2018, secondo le ipotesi attualmente sul tavolo del Governo, propone di svincolare la RITA dall'APE e di renderla definitiva e strutturale e di cambiare il requisito dei "non più di 3 anni e 7 mesi dal pensionamento di vecchiaia", portandolo a 5 anni.

### La destinazione dei premi di produttività ai fondi pensione

La Legge di Stabilità 2016 aveva previsto un regime fiscale agevolato per i premi di risultato (ovvero l'applicazione di un'imposta sostitutiva dell'IRPEF pari al 10%) erogati da imprese del settore privato: tale beneficio nel 2016 operava entro il limite di importo complessivo di 2 mila euro annui lordi, mentre dal 2017 è stato innalzato a 3 mila euro. Inoltre tale beneficio era ammesso solo per i titolari di reddito di lavoro dipendente di importo non superiore a 50 mila euro annui, che la Legge di Bilancio 2017 ha innalzato a 80 mila euro. La novità per i fondi pensione è che la Legge di Bilancio 2017 stabilisce inoltre che, qualora il lavoratore decida di destinare, in tutto o in parte, i premi di produttività alla forma di previdenza complementare a cui è iscritto, i relativi contributi non concorrono a formare il reddito di lavoro dipendente, anche se eccedenti il limite ordinario di 5.164,57 euro annui. Inoltre, questi contributi non concorrono neppure a formare la parte imponibile delle prestazioni pensionistiche complementari.

### **La Legge per la Concorrenza 2017**

La Legge annuale per il Mercato e la Concorrenza (Legge nr. 124 del 4 agosto 2017) è stata il frutto di un lungo iter parlamentare e, per quanto attiene al suo contenuto, ha previsto e introdotto provvedimenti ispirati al criterio della maggiore flessibilità in entrata e in uscita dai fondi pensione, che possano contribuire a dare nuova linfa e appetibilità

alla previdenza complementare, favorendo la ripresa delle adesioni.

Gli strumenti introdotti agevolano la copertura di un bisogno crescente di protezione sociale, allentando al tempo stesso alcuni vincoli normativi, percepiti come troppo stringenti dalla platea dei potenziali aderenti, stando ad alcune ricerche ed analisi degli ultimi anni.

#### L'adesione alle forme complementari con una parte del Tfr

Al comma 38 dell'unico articolo da cui è composta la Legge per la Concorrenza è introdotta una novità al Decreto legislativo nr. 252 del 5 dicembre 2015, consentendo ora di stabilire, in sede di stipula/rinnovo dei Contratti Collettivi Nazionali di Lavoro, l'attribuzione al lavoratore della facoltà di attribuire anche solo una percentuale del proprio Tfr alla previdenza complementare. In particolare, è ora previsto che "gli accordi possono anche stabilire la percentuale minima di Tfr maturando da destinare a previdenza complementare. In assenza di tale indicazione il conferimento è totale". La misura potrebbe accrescere le adesioni alla previdenza complementare, superando le resistenze di quei lavoratori che, fino a oggi, hanno visto il Tfr in azienda come un "salvadanaio" da salvaguardare nel caso di futura incertezza lavorativa: infatti, i lavoratori potrebbero ora mantenere sia il Tfr che aderire alla previdenza complementare con solo una parte di esso.

#### La modifica alle erogazioni delle prestazioni

La Legge per la Concorrenza ha poi apportato una modifica alle erogazioni delle prestazioni, anche in questo caso in ottica di aumento della flessibilità in uscita dal mondo del lavoro, ovvero introducendo che "le forme pensionistiche complementari prevedono che, in caso di cessazione dell'attività lavorativa che comporti l'inoccupazione per un periodo di tempo superiore a 24 mesi, le prestazioni pensionistiche o parti di esse siano, su richiesta dell'aderente, consentite con un anticipo di 5 anni rispetto ai requisiti per l'accesso alle prestazioni nel regime obbligatorio di appartenenza e che in

tal caso possano essere erogate, su richiesta dell'aderente, in forma di rendita temporanea, fino al conseguimento dei requisiti di accesso alle prestazioni nel regime obbligatorio. Gli statuti e i regolamenti delle forme pensionistiche complementari possono innalzare l'anticipo di cui al periodo precedente fino a un massimo di dieci anni".

### Il tavolo per la riforma della previdenza complementare

La Legge per la Concorrenza, infine, ha previsto la convocazione, da parte del Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali, in concerto con il Ministro dello Sviluppo Economico e il Ministro dell'Economia e delle Finanze di un tavolo di consultazione diretto ad "aumentare l'efficienza delle forme pensionistiche complementari collettive di cui all'articolo 3, comma 1, del Decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, e di quelle di cui all'articolo 20 del medesimo Decreto". Un tavolo inteso ad avviare un processo di riforma delle stesse forme pensionistiche "secondo le seguenti linee guida: a) revisione dei requisiti per l'esercizio dell'attività dei fondi pensione, fondata su criteri ispirati alle migliori pratiche nazionali e internazionali, con particolare riferimento all'onorabilità e professionalità dei componenti degli organi collegiali, del responsabile della forma pensionistica complementare, nonché dei responsabili delle principali funzioni; b) fissazione di soglie patrimoniali di rilevanza minima in funzione delle caratteristiche dimensionali dei patrimoni gestiti, dei settori di appartenenza, della natura delle imprese interessate, delle categorie dei lavoratori interessati nonché dei regimi gestionali; c) individuazione di procedure di aggregazione finalizzate ad aumentare il livello medio delle consistenze e ridurre i costi di gestione e i rischi; d) individuazione di forme di informazione mirata all'accrescimento dell'educazione finanziaria e previdenziale dei cittadini e sulle forme di gestione del risparmio finalizzato alla corresponsione delle prestazioni previdenziali complementari".

Secondo le intenzioni del Legislatore, la riforma del settore della previdenza complementare è necessaria per rilanciare le adesioni dei lavoratori al secondo pilastro, ancora insufficienti rispetto a quello che sarebbe necessario per costruire un pilastro solido a

supporto del primo sostegno pubblico, non più generoso come in passato, anche alla luce dei provvedimenti degli ultimi anni (Riforma Fornero 2012) e delle dinamiche del mondo del lavoro e di quelle demografiche (cfr. dati OCSE ottobre 2017 *Preventing Ageing Unequally*).

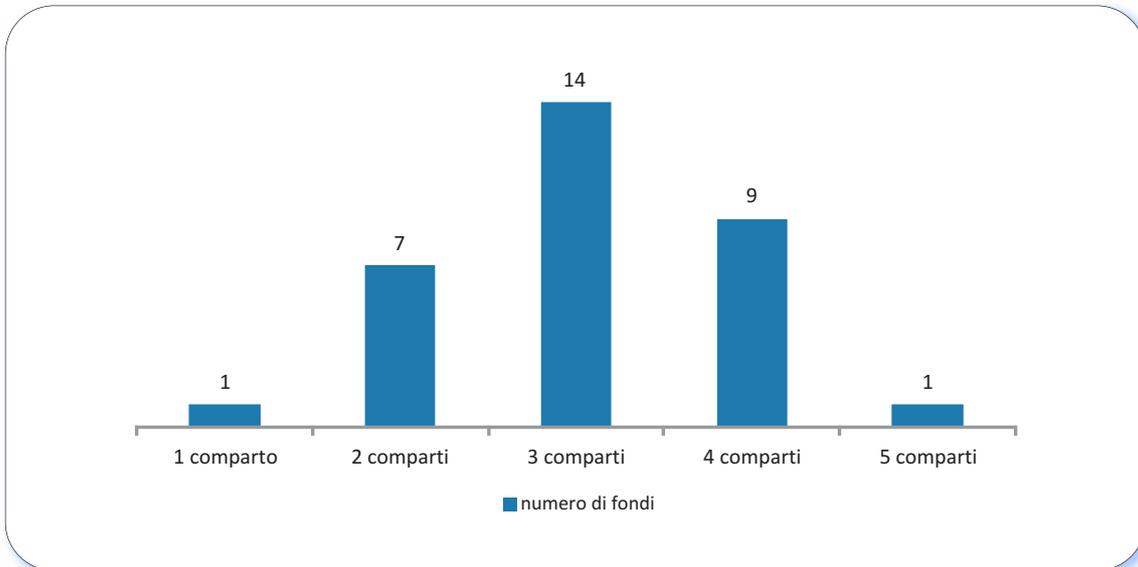


## *2. Le politiche d'investimento dei fondi pensione negoziali*

### *2.1 – Le linee offerte*

L'offerta di investimento dei fondi pensione negoziali è strutturata sul modello multi-comparto. Dei 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione attivi al 30 giugno 2017, un fondo presenta cinque comparti, nove hanno quattro comparti, 14 hanno tre comparti, sette ne hanno due e infine un solo fondo ha un unico comparto, per un totale di 98 comparti.

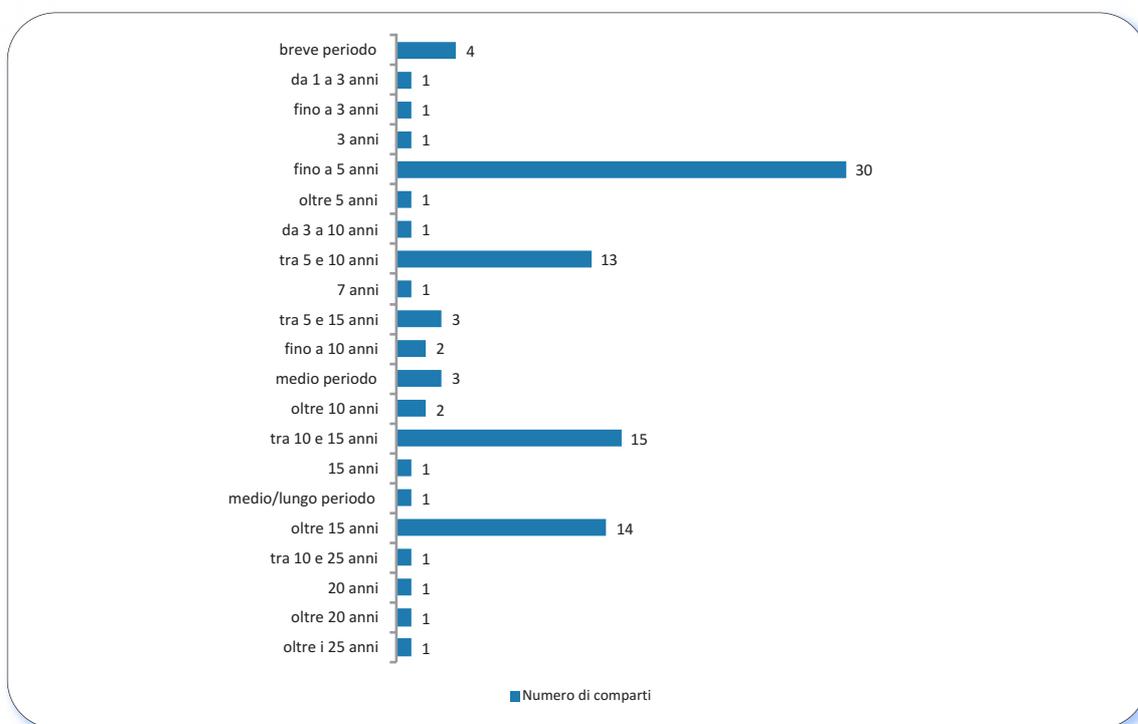
*L'offerta di comparti da parte dei fondi pensione negoziali*



*Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional.*

Ogni fondo compone la propria offerta tenendo in considerazione diversi parametri e calibrando l'orizzonte temporale suggerito per l'investimento da parte degli iscritti. La definizione di questi orizzonti temporali, estrapolata dalle note informative aggiornate dei fondi, è piuttosto variegata e va dal breve periodo fino a oltre 25 anni.

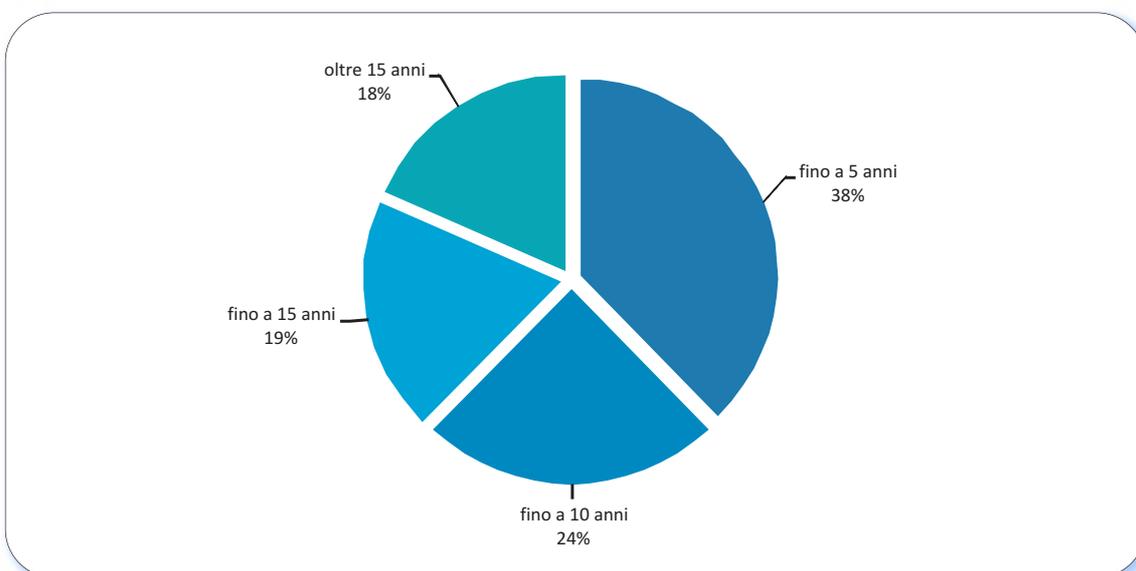
*L'orizzonte temporale previsto dai singoli comparti dei fondi pensione negoziali*



*Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: Mondoinstitutional.*

Volendo raggruppare i comparti per classi di orizzonti temporali, l'offerta appare più omogenea. Poco più di un terzo dei comparti, che corrispondono a quelli Garantiti o Prevalentemente obbligazionari, ha un orizzonte temporale entro i 5 anni. Un altro 24% dei comparti ha un orizzonte entro i 10 anni, e si tratta sia di comparti Obbligazionari misti che Bilanciati. Il 19% dei comparti poi ha un orizzonte entro i 15 anni: sono in prevalenza comparti Bilanciati, ma sono presenti anche dei comparti Obbligazionari misti o Azionari. L'orizzonte temporale che va oltre i 15 anni riguarda il 18% dei comparti, che sono Bilanciati o Azionari nella classificazione per tipologia adottata dalla Covip.

*L'orizzonte temporale dei singoli comparti dei fondi pensione negoziali raggruppati*



*Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: Mondoinstitutional.*

*La distribuzione degli orizzonti temporali dei comparti dei fondi pensione negoziali a seconda della tipologia*

Tipologia comparto	Numero comparti con orizzonte temporale...				Totale
	fino a 5 anni	fino a 10 anni	fino a 15 anni	oltre 15 anni	
Azionario			3	10	13
Bilanciato		10	12	8	30
Obbligazionario misto	3	14	4		21
Obbligazionario puro	1				1
Garantito	33				33

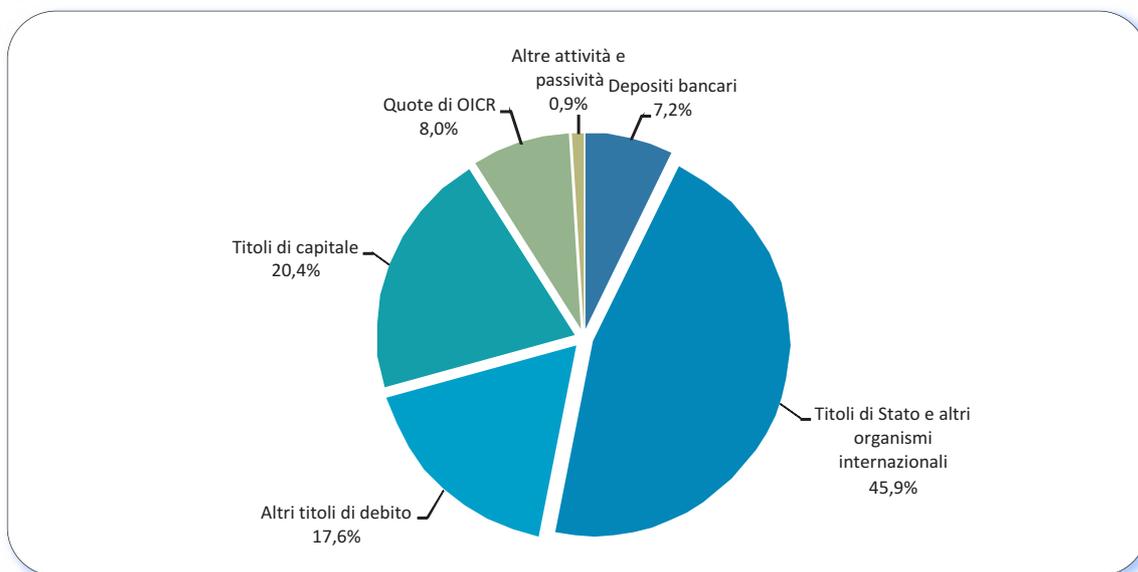
*Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: Mondoinstitutional.*

## 2.2 – L'asset allocation

### L'allocazione generale

Gli investimenti diretti e indiretti dei fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione ammontano a 47,3 miliardi di euro a fine giugno 2017, in crescita di 1,4 miliardi di euro (+3,1%) rispetto a fine 2016. Del totale, 21,7 miliardi di euro sono investiti in Titoli di Stato (45,9%), 9,7 miliardi di euro in titoli di capitale (20,4%), 8,3 miliardi di euro in altri titoli di debito (17,6%), 3,8 miliardi di euro in quote di Oicr (8%), 3,4 miliardi di euro sono investiti in depositi bancari (7,2%), e 448,8 milioni di euro in altre attività e passività<sup>1</sup> (0,9%).

### L'allocazione dei fondi pensione negoziali a fine giugno 2017

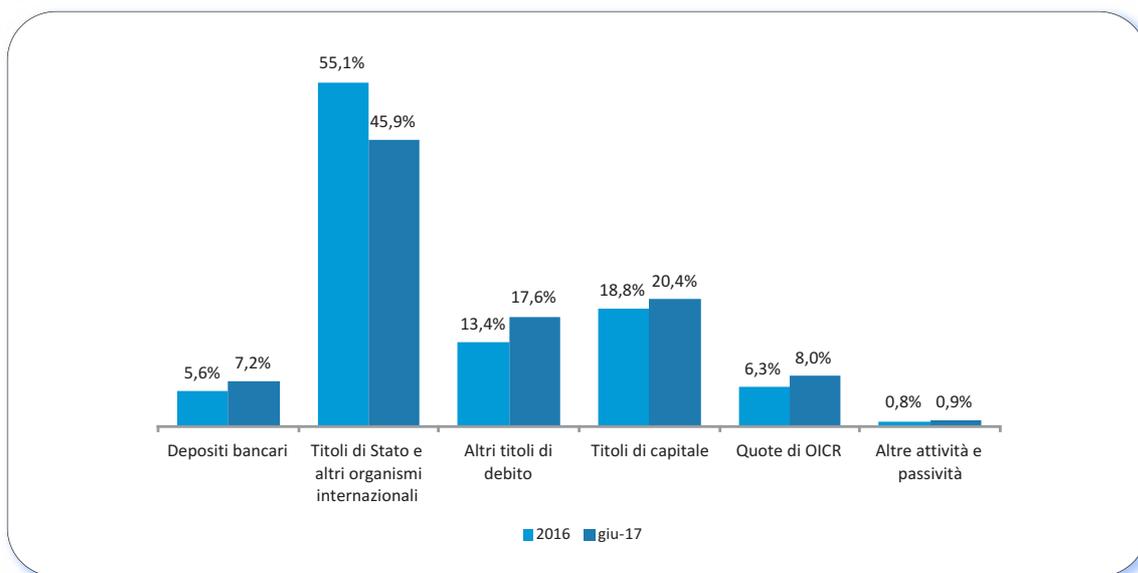


Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional

Nota: <sup>1</sup>Calcolate come la somma di opzioni acquistate, ratei e risconti attivi, garanzie di risultato rilasciate al fondo pensione, altre attività della gestione finanziaria, altri strumenti finanziari derivati e altre passività della gestione finanziaria.

Questi dati mettono in evidenza un grande cambiamento rispetto all'allocazione di fine 2016. In soli sei mesi, la quota di Titoli di Stato è passata dal 55,1% al 45,9%, un calo che equivale a vendite nette per 3,6 miliardi di euro. Al contempo, sono aumentati gli investimenti in altri titoli di debito, passati dal 13,4% al 17,6% (+2,2 miliardi di euro), gli investimenti in titoli di capitale dal 18,8% al 20,4% (+1 miliardo di euro), le quote di Oicr dal 6,3% all'8% (+906 milioni di euro), i depositi bancari da 5,6% a 7,2% (+834,6 milioni di euro) e le altre attività e passività dallo 0,8% allo 0,9% (+75,3 milioni di euro).

*La variazione dell'asset allocation tra la fine del 2016 e giugno 2017*



*Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional*

### L'allocazione per tipologia di comparto

I comparti Garantiti e Obbligazionari puri detengono quote di Titoli di Stato rispettivamente pari al 71,7% e al 70,3%. A questi si aggiungono altri titoli di debito pari al 10,5% per i comparti Garantiti e al 23,7% per quelli Obbligazionari puri. Seguono i comparti Obbligazionari misti con una quota di Titoli di Stato del 45%, a cui affiancano altri titoli di debito (18,9%), titoli di capitale (22,9%) e quote di Oicr (5,6%). I comparti Bilanciati e Azionari sono i maggiori utilizzatori di Oicr, con quote rispettivamente del 13,3% e del 12,7%. I comparti Bilanciati, poi, investono per il 36,6% in Titoli di Stato e il 19,2% in Titoli di debito, con una quota di investimenti diretti in titoli di capitale pari al 24,3%. Per i comparti Azionari, invece, la quota di titoli di capitale sale al 47,1%, mentre i Titoli di Stato si fermano al 25,9% e i titoli di debito al 7,2%.

### L'allocazione dei fondi pensione negoziali per tipologia, a fine giugno 2017

	Garantito	%	Obbligazionario puro	%	Obbligazionario misto	%	Bilanciato	%	Azionario	%
Depositi bancari	962,7	14,1%	49,7	4,1%	1.370,4	6,7%	928,9	5,4%	81,5	5,8%
Titoli di Stato e altri organismi internazionali	4.904,6	71,7%	850,8	70,3%	9.221,5	45,0%	6.324,1	36,6%	366,5	25,9%
Altri titoli di debito	721,0	10,5%	286,8	23,7%	3.875,5	18,9%	3.320,3	19,2%	102,6	7,2%
Titoli di capitale	73,7	1,1%	-	0,0%	4.704,1	22,9%	4.206,8	24,3%	666,7	47,1%
Quote di OICR	162,2	2,4%	-	0,0%	1.143,4	5,6%	2.301,0	13,3%	179,8	12,7%
Altre attività	18,9	0,3%	23,0	1,9%	191,8	0,9%	197,4	1,1%	17,5	1,2%
<b>TOTALE</b>	<b>6.843,1</b>		<b>1.210,4</b>		<b>20.506,8</b>		<b>17.278,6</b>		<b>1.414,7</b>	

Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional.

Le più grandi variazioni, rispetto ai dati di fine 2016, riguardano i comparti Obbligazionari puri che hanno perso quasi 2 miliardi di euro, a favore dei comparti Obbligazionari misti saliti di 2,4 miliardi di euro, prevalentemente per lo spostamento di aderenti tra due comparti del fondo Cometa. In ogni caso, i comparti Obbligazionari misti hanno ridotto considerevolmente l'allocazione in Titoli di Stato (-10,6%, ovvero 849,3 miliardi di euro), incrementando al contempo la quota in altri titoli di debito (+6,1% pari a circa 1,6 miliardi di euro). Inoltre, assieme ai comparti Bilanciati, hanno incrementato la quota investita in Oicr (+436,5 milioni di euro per i comparti obbligazionari misti, +486,7 milioni di euro per i comparti bilanciati).

**Le variazioni nell'allocazione dei fondi pensione negoziali tra la fine del 2016 e fine giugno 2017, per tipologia di comparto**

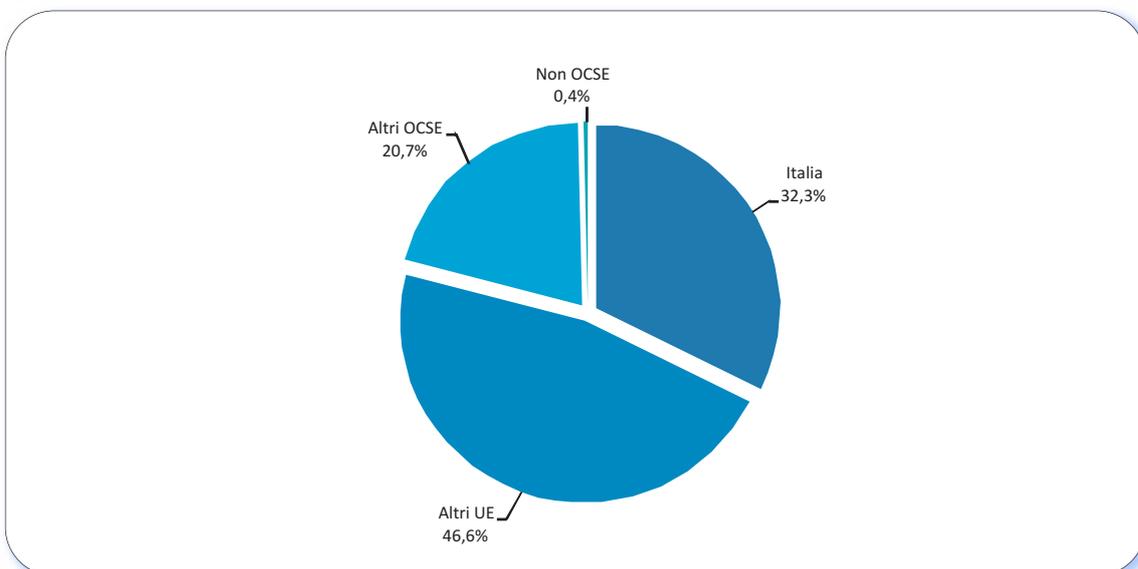
	Garantito	%	Obbligazionario puro	%	Obbligazionario misto	%	Bilanciato	%	Azionario	%
Depositi bancari	525,4	7,4%	-0,5	2,5%	302,6	0,8%	-14,7	-0,3%	21,8	1,3%
Titoli di Stato e altri organismi internazionali	-334,5	-7,7%	-2.102,1	-23,1%	-849,3	-10,6%	-322,6	-3,4%	25,4	0,3%
Altri titoli di debito	93,2	1,0%	153,6	19,5%	1.563,3	6,1%	362,2	1,4%	11,7	0,4%
Titoli di capitale	6,4	0,1%	0,0	0,0%	911,2	2,0%	87,9	-0,5%	10,1	-2,2%
Quote di OICR	-33,6	-0,6%	0,0	0,0%	436,5	1,7%	486,7	2,4%	16,4	0,4%
Altre attività	-17,9	-0,3%	-1,4	1,1%	19,6	0,0%	76,6	0,4%	-1,6	-0,2%
<b>TOTALE</b>	<b>238,9</b>		<b>-1.950,4</b>		<b>2.383,9</b>		<b>676,1</b>		<b>83,8</b>	

Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: Mondoinstitutional.

### La distribuzione geografica degli investimenti

A fine 2016, il 32,3% degli investimenti dei fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione era allocato in Italia, il 46,6% in altri Paesi dell'Unione Europea, il 20,7% in altri Paesi dell'Ocse e lo 0,4% in Paesi al di fuori dell'Ocse<sup>2</sup>.

### La distribuzione geografica degli investimenti dei fondi pensione negoziali a fine 2016



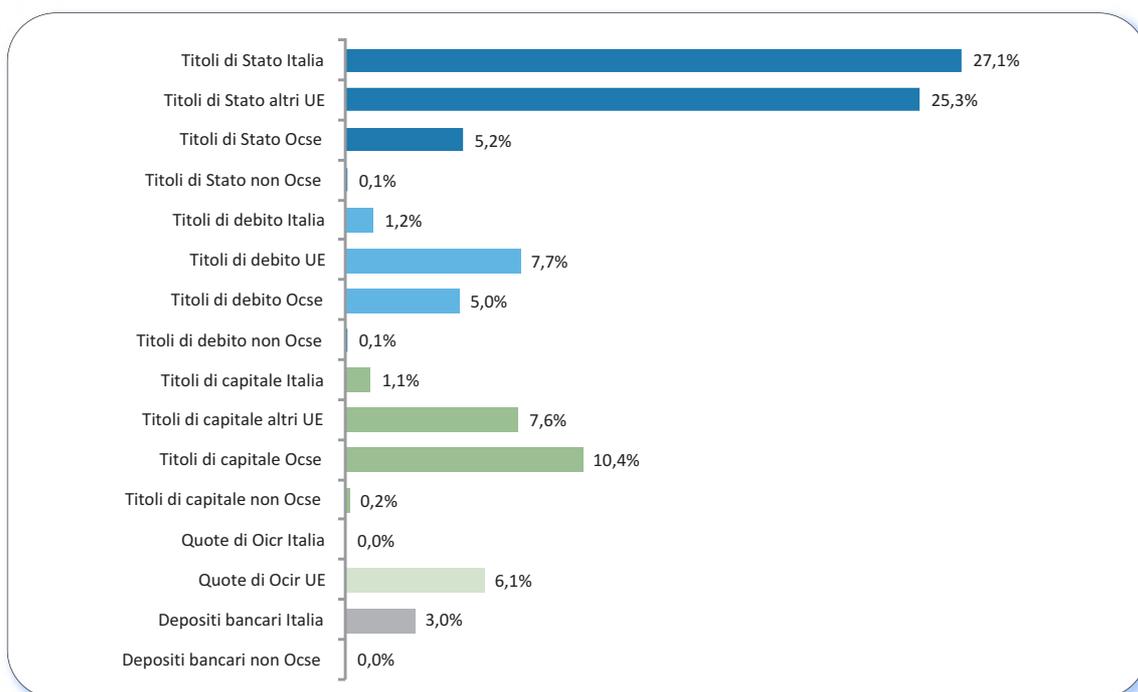
Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: Mondoinstitutional.

Guardando ai dati dell'allocazione geografica e aggiungendo il dettaglio della tipologia di investimento, si può notare che per i Titoli di Stato, la quota maggiore spetta

*Nota:* <sup>2</sup>Percentuali calcolate dai dati di bilancio 2016 dei fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione su un totale di investimenti pari a 44 miliardi di euro.

a quelli del Tesoro italiano con una quota del 27,1% del totale degli investimenti, seguiti da vicino dai Titoli di Stato dei Paesi dell'Unione Europea escludendo l'Italia (25,3%). Tra i titoli di debito, invece, i preferiti sono quelli di aziende dell'Ue esclusa l'Italia (7,7%), che precedono quelli di aziende di Paesi aderenti all'Ocse (5%), che includono tra gli altri Stati Uniti e Giappone, mentre i titoli di debito di aziende italiane si fermano all'1,2%. Tra i titoli di capitale, invece, la quota maggiore è riferita ad azioni di Paesi Ocse (10,4%), seguite da quelle di altri Paesi dell'Ue diversi dall'Italia (7,6%) e da quelli italiani (1,1%). Gli Oicr sono in maggioranza basati in Unione Europea (6,1%), mentre i depositi bancari restano sul territorio nazionale (3%).

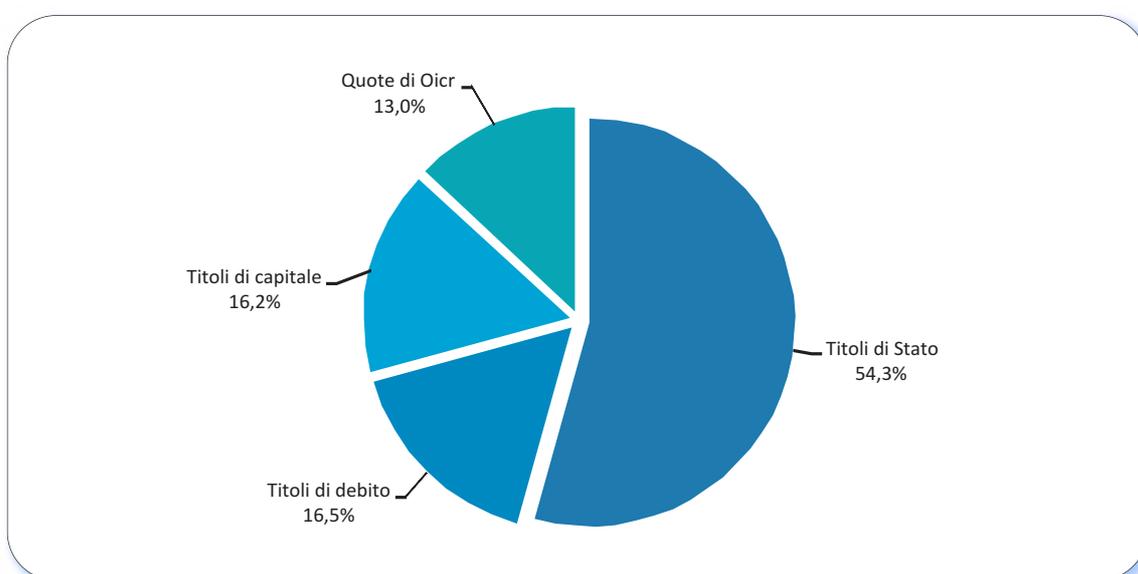
*La suddivisione geografica dettagliata degli investimenti dei fondi pensione negoziali a fine 2016*



*Dati riferiti ai 31 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional*

Guardando al dettaglio degli investimenti per area geografica al di fuori dall'Italia, si può notare come negli altri Paesi dell'Ue, la quota maggiore sia destinata a investimenti in Titoli di Stato (54,3%), seguiti dai titoli di debito (16,5%), titoli di capitale (16,2%) e quote di Oicr (13%).

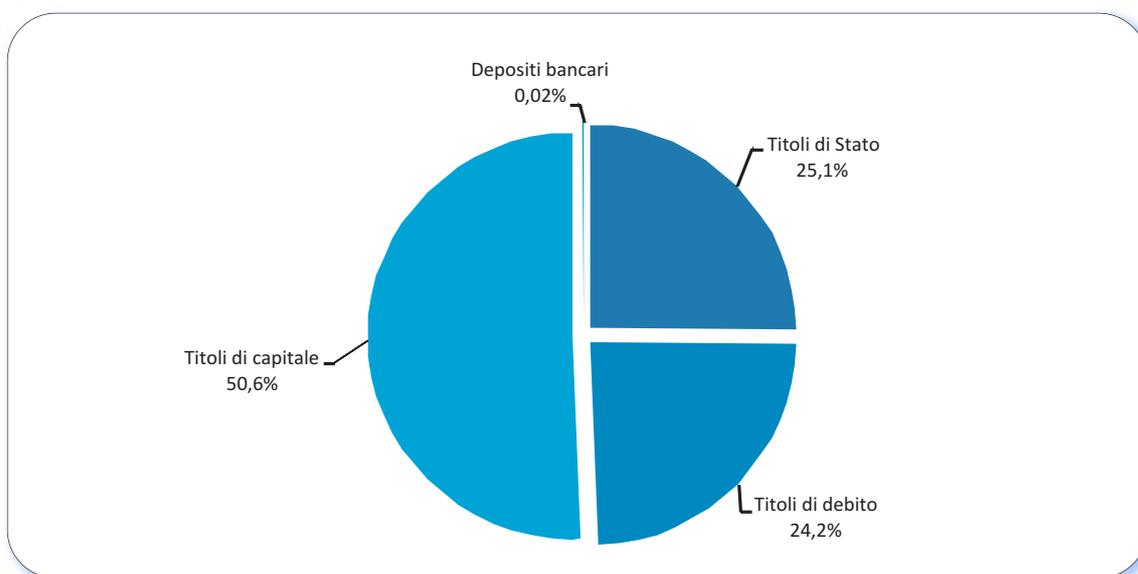
### *L'allocazione degli investimenti in altri Paesi dell'Unione europea a fine 2016*



*Dati riferiti ai 31 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional.*

Negli altri Paesi aderenti all'Ocse, invece, la quota maggiore spetta ai titoli di capitale (50,6%), a cui seguono con quote molto simili i Titoli di Stato (25,1%) e i titoli di debito (24,2%).

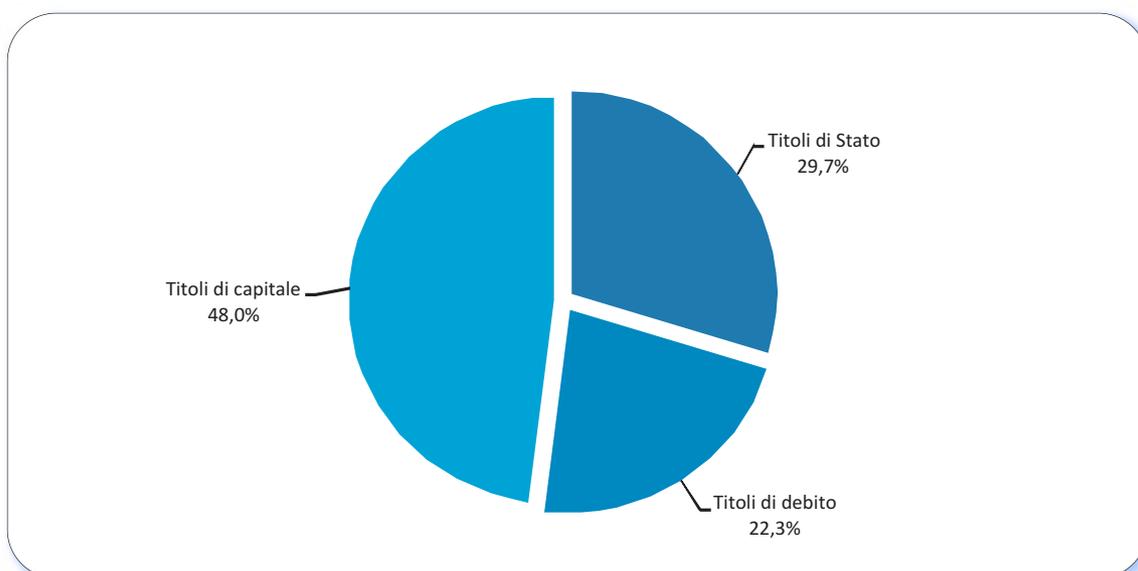
*L'allocazione degli investimenti in altri Paesi Ocse a fine 2016*



*Dati riferiti ai 31 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional.*

Infine, anche nel caso degli altri Paesi che non aderiscono all'Ocse la quota maggiore spetta ai titoli di capitale (48%), seguiti dai Titoli di Stato (29,7%) e dai titoli di debito (22,3%).

*L'allocazione degli investimenti in Paesi non Ocse a fine 2016*

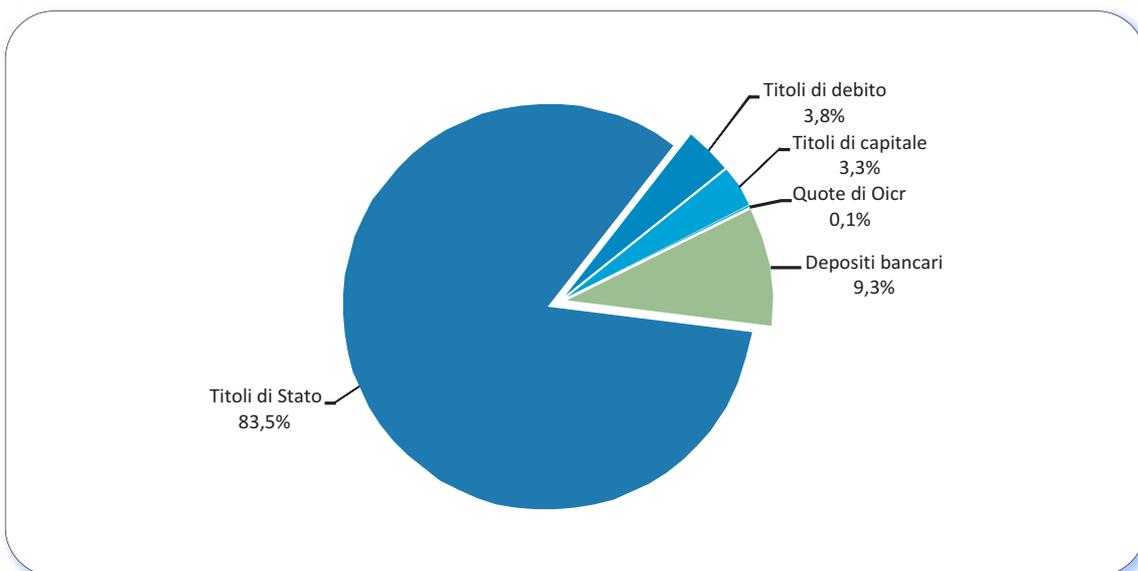


*Dati riferiti a 31 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional.*

*La fotografia delle attuali allocazioni domestiche*

Ma come investono i fondi pensione negoziali in Italia? Guardando al dettaglio degli investimenti effettuati nella Penisola, si nota come la stragrande maggioranza sia in Titoli di Stato (83,5%), seguiti dai titoli di debito (3,8%), dai titoli di capitale (3,3%), dalle quote di Oicr (0,1%) e dai depositi bancari (9,3%). Questo significa che poco meno di 1 miliardo di euro viene investito dai fondi pensione negoziali in aziende italiane, tramite l'acquisto di titoli di capitale o titoli di debito.

*L'allocazione degli investimenti in Italia a fine 2016*

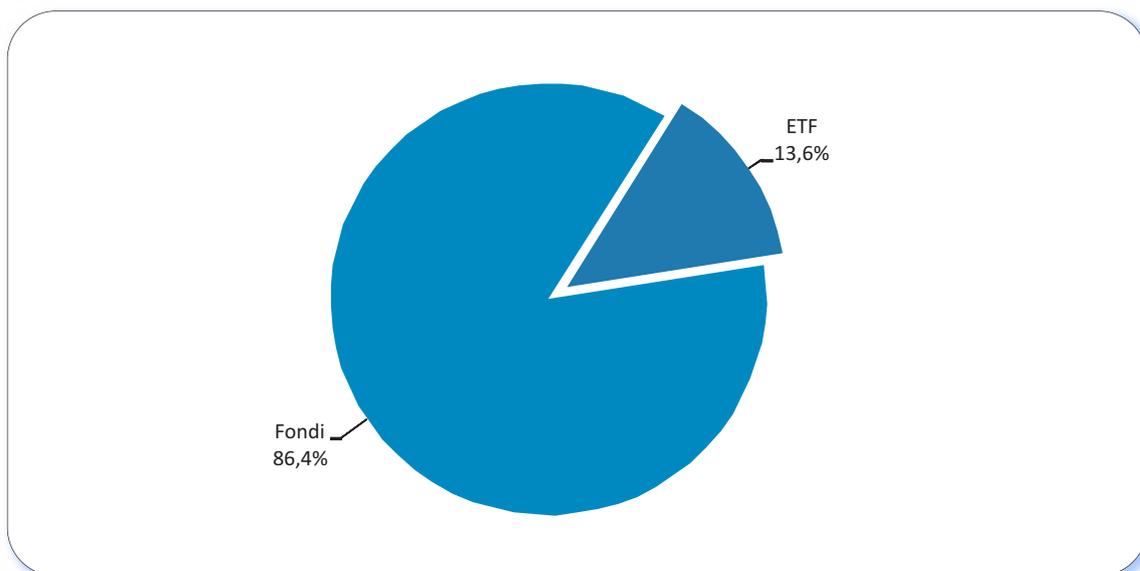


*Dati riferiti a 31 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional.*

### *Il dettaglio degli Oicr in portafoglio*

L'allocazione complessiva in Oicr dei fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione si attesta a 3,8 miliardi di euro a fine giugno 2017, in crescita di 906 milioni di euro rispetto alla fine del 2016. Dei 3,8 miliardi di euro, 3,3 miliardi di euro sono riferiti a Oicr non quotati (86,4%) e 500 milioni di euro a ETF (13,6%), strumento sempre più utilizzato dai gestori dei mandati finanziari attribuiti dai fondi pensione negoziali.

### *La tipologia di Oicr utilizzati dai fondi pensione negoziali a fine giugno 2017*



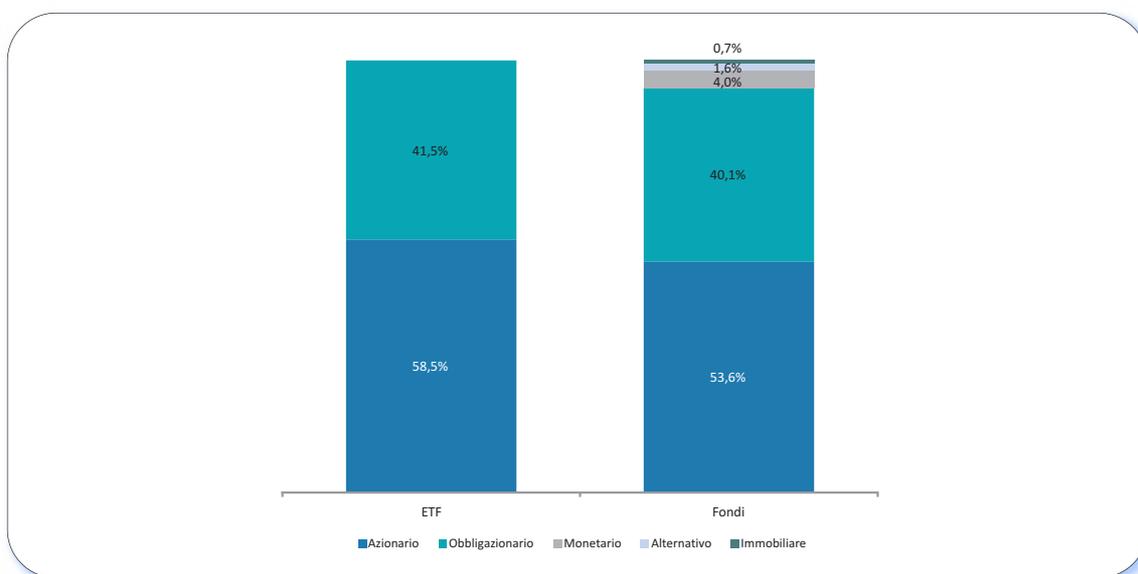
*Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional.*

La quota di Oicr sul totale degli investimenti ammonta, come già visto in precedenza, all'8%. Questo valore, però, varia ed è diverso a seconda della dimensione dei fondi pensione negoziali: tra quelli con un totale di investimenti inferiore ai 500 milioni di euro, la proporzione degli Oicr in portafoglio è pari al 19,2%. I fondi con investimenti compresi tra 500 milioni di euro e 1 miliardo di euro utilizzano Oicr per il 4,6% del proprio patrimonio, mentre i fondi con investimenti superiori al miliardo di euro li utilizzano per l'8,2%.

I fondi vengono utilizzati per il 53,6% per l'esposizione ai mercati azionari, per il 40,1% ai mercati obbligazionari, per il 4% al comparto monetario, per l'1,6% ai fondi alternativi e per lo 0,7% ai fondi immobiliari, detenuti, questi ultimi due, in via diretta e non tramite mandati di gestione.

Anche gli ETF vengono utilizzati in maggioranza per l'esposizione al mercato azionario (58,5%), mentre la quota degli ETF obbligazionari è pari al 41,5%.

#### L'allocazione in Fondi ed ETF per asset class a fine giugno 2017



Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: Mondoinstitutional.

*L'analisi dei mandati di gestione*

Le risorse dei fondi pensione negoziali sono affidate quasi interamente a gestori finanziari, se si escludono gli investimenti diretti che a fine 2016 ammontavano a 64,2 milioni di euro. I 32 fondi soci di Assofondipensione, in particolare, hanno affidato 45,8 miliardi di euro a 30 diversi gestori finanziari, tramite la stipula di 244 convenzioni. Di questi, 115 mandati per un totale di 21,6 miliardi di euro fanno capo a società o Gruppi italiani, e altri 129 mandati per un totale di 24,2 miliardi di euro a società o Gruppi esteri. Numeri destinati a cambiare a fine 2017 per l'acquisizione di Pioneer Investment Management da parte del Gruppo francese Amundi, nonché per l'attività di rinnovo dei mandati in essere.

**I gestori finanziari dei mandati affidati dai fondi pensione negoziali a fine 2016**

<i>Gestore finanziario</i>	<i>Numero mandati</i>	<i>Patrimonio gestito</i>	<i>%</i>
<i>Eurizon Capital Sgr</i>	20	5.109.977.496	11,2%
<i>Pioneer Investment Management</i>	35	4.805.304.706	10,5%
<i>State Street Global Advisors</i>	14	4.312.468.907	9,4%
<i>UnipolSai Assicurazioni</i>	21	4.277.872.127	9,3%
<i>Gruppo Generali</i>	9	3.264.319.577	7,1%
<i>Credit Suisse</i>	17	2.945.813.285	6,4%
<i>Gruppo Allianz</i>	12	2.483.797.092	5,4%
<i>BlackRock Investment Management</i>	6	1.867.703.469	4,1%
<i>CANDRIAM</i>	18	1.818.044.753	4,0%
<i>AXA Investment Managers</i>	11	1.815.298.225	4,0%
<i>Anima Sgr</i>	14	1.721.419.873	3,8%
<i>Groupama AM</i>	14	1.720.896.048	3,8%
<i>Amundi Asset Management</i>	5	1.715.825.492	3,7%
<i>BNP Paribas</i>	10	1.561.912.204	3,4%
<i>Edmond de Rothschild</i>	8	1.076.864.815	2,4%
<i>UBS Global Asset Management</i>	2	964.342.571	2,1%
<i>Intesa Sanpaolo Vita</i>	1	596.079.953	1,3%
<i>Duemme Sgr</i>	6	585.062.886	1,3%
<i>Società Cattolica di Assicurazione</i>	2	573.391.381	1,3%
<i>Hsbc Global Asset Management</i>	2	542.885.327	1,2%
<i>Deutsche Bank</i>	3	452.597.452	1,0%
<i>Arca Sgr</i>	2	362.406.923	0,8%
<i>Natixis Asset Management</i>	1	348.842.886	0,8%
<i>Azimet Capital Management Sgr</i>	2	283.824.387	0,6%
<i>Schroders Investment Management</i>	1	142.763.663	0,3%
<i>Raiffeisen</i>	1	138.271.247	0,3%
<i>Russell Implementation Services</i>	2	118.490.654	0,3%
<i>Union Bancaire Gestion Institutionnelle</i>	1	81.965.591	0,2%
<i>NN Investment Partners</i>	1	62.017.855	0,1%
<i>Finanziaria Internazionale Investmets Sgr</i>	3	43.988.222	0,1%
<b>TOTALE</b>	<b>244</b>	<b>45.794.449.066</b>	

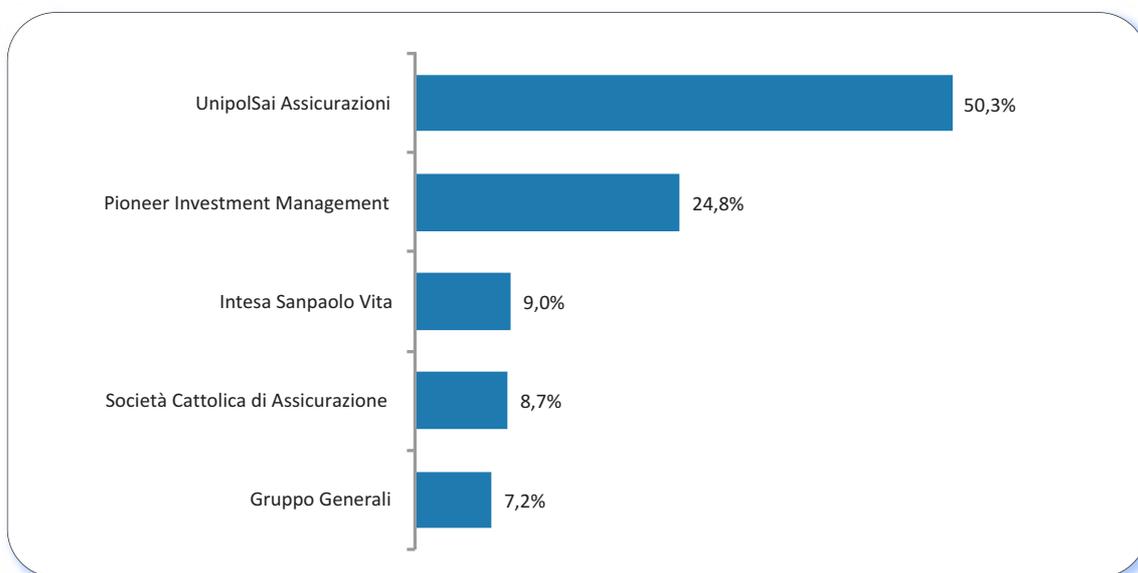
*Dati calcolati sulla base dei dati di bilancio a fine 2016 dei 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.*

*Eurizon include i mandati di Eurizon Capital Sgr e di Epsilon Sgr. Gruppo Generali include i mandati di Generali Investments Europe Sgr, Assicurazioni Generali Spa, Generali Italia. Gruppo Allianz include i mandati di Allianz Global Investors Europe, PIMCO Europe Ltd, Allianz Global Investors Sgr. Groupama AM include i mandati di Groupama AM Sgr e Groupama Asset Management. Credit Suisse include i mandati di Credit Suisse Asset Management e Credit Suisse (Italy). Edmond de Rothschild include i mandati di Edmond de Rothschild AM ed Edmond de Rothschild Sgr. Fonte: Mondoinstitutional.*

Eurizon Capital Sgr, includendo i mandati di Eurizon Capital Sgr e di Epsilon Sgr, è al vertice per quel che riguarda i patrimoni in gestione a fine 2016, con 5,1 miliardi di euro e 20 mandati. Segue Pioneer Investment Management, prima per numero di mandati (35), con asset in gestione per 4,8 miliardi di euro.

Terza posizione per State Street Global Advisors (4,31 miliardi di euro), seguita da UnipolSai Assicurazioni (4,28 miliardi di euro) e dal Gruppo Generali (3,3 miliardi di euro). Volendo scindere i mandati garantiti da quelli che non presentano garanzia, le prime posizioni cambiano. Tra i comparti garantiti, su un totale di 6,6 miliardi di euro affidati in gestione, a fine 2016, svetta UnipolSai Assicurazioni con una quota di mercato del 50,3%, seguita da Pioneer Investment Management con il 24,8%, Intesa Sanpaolo Vita con il 9%, Società Cattolica di Assicurazione con l'8,7% e il Gruppo Generali con il 7,2%.

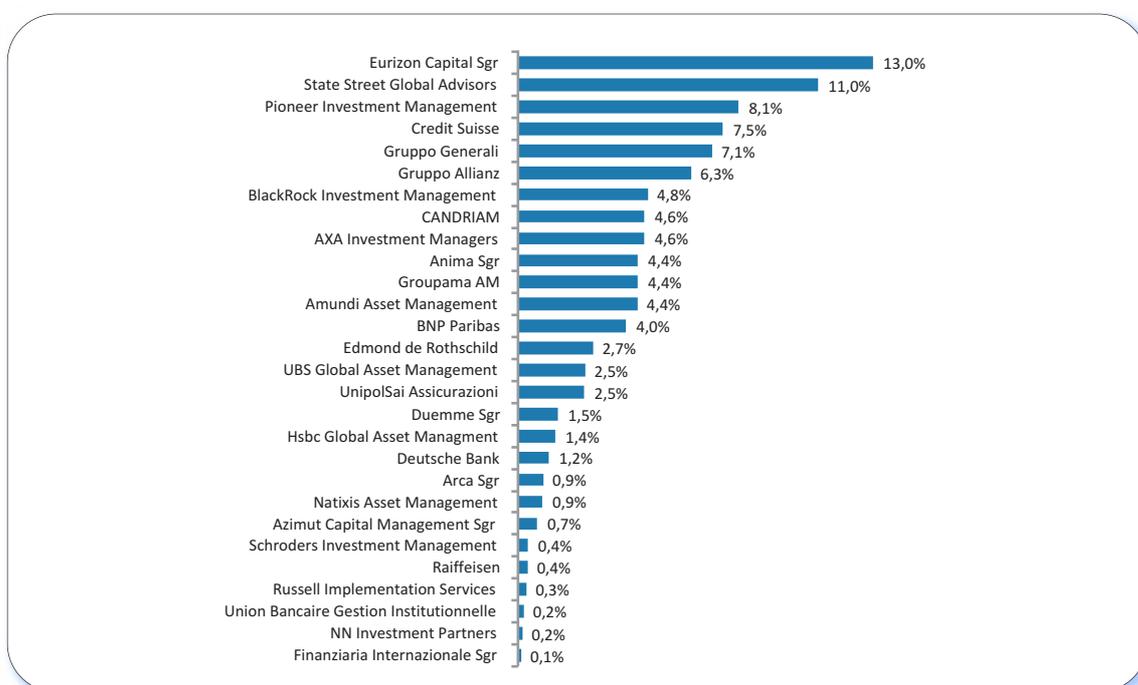
### *I gestori finanziari dei mandati garantiti affidati dai fondi pensione negoziali a fine 2016*



*Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: Mondoinstitutional.*

Tra i mandati che non prevedono una garanzia, al primo posto si conferma Eurizon Capital Sgr con una quota di mercato del 13%, seguita da State Street Global Advisors (11%), Pioneer Investment Management (8,1%), Credit Suisse (7,5%) e il Gruppo Generali (7,1%).

*I gestori finanziari dei mandati senza garanzia affidati dai fondi pensione negoziali a fine 2016*



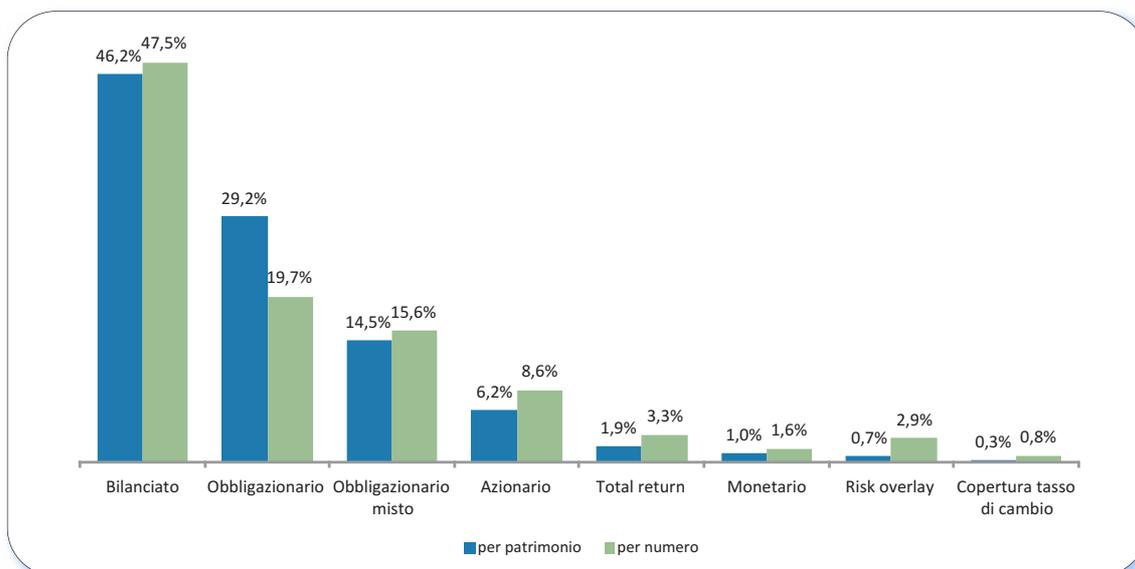
*Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondolInstitutional.*

Il 46,2% dei mandati di gestione affidati dai fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione è di tipo bilanciato, per un totale di 21,1 miliardi di euro e 116 convenzioni a fine 2016. Seguono i comparti obbligazionari (13,4 miliardi di euro e 48 convenzioni) e quelli obbligazionari misti (6,6 miliardi di euro e 38 convenzioni). I mandati azionari si fermano a 2,8 miliardi di euro (21 convenzioni), mentre sono sotto al miliardo quelli di

tipo total return (855 milioni di euro e 8 convenzioni), monetari (476 milioni di euro e 4 convenzioni), di risk overlay (332 milioni di euro e 7 convenzioni), e specializzati nella copertura del tasso di cambio (118,5 milioni di euro e 2 convenzioni).

**La tipologia dei mandati finanziari affidati dai fondi pensione negoziali a fine 2016**

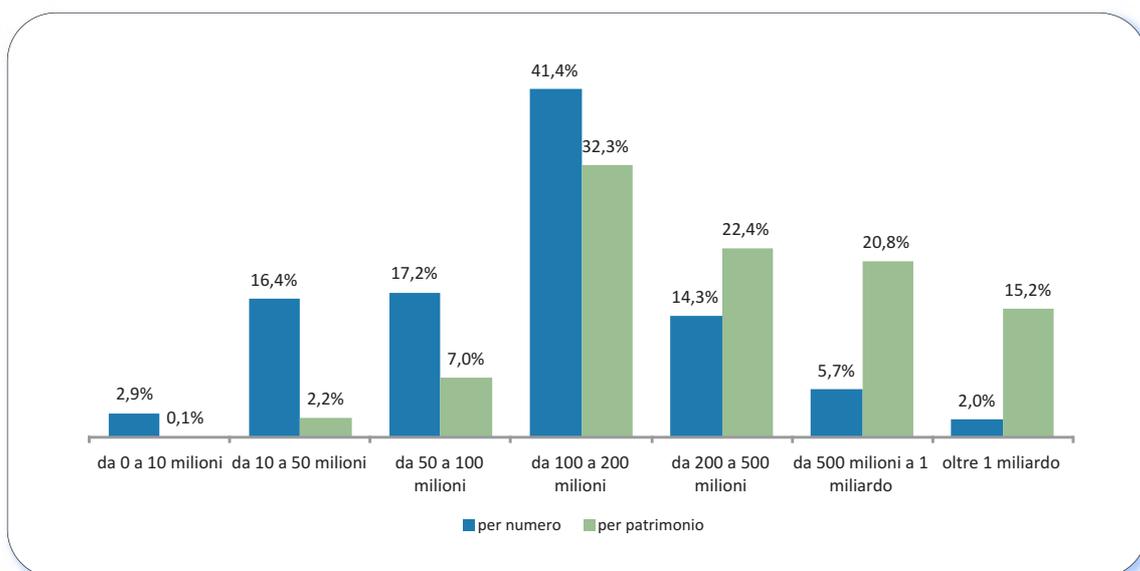
Tipologia di mandato	Patrimonio gestito	Numero di mandati
Bilanciato	21.142.216.192	116
Obbligazionario	13.392.031.380	48
Obbligazionario misto	6.643.253.353	38
Azionario	2.835.445.941	21
Total return	854.982.015	8
Monetario	476.013.431	4
Risk overlay	332.016.101	7
Copertura tasso di cambio	118.490.654	2
<b>TOTALE</b>	<b>45.794.449.066</b>	<b>244</b>



Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional.

Numericamente, il 77,9% dei mandati ha una dimensione inferiore ai 200 milioni di euro, con una concentrazione particolare (41,4%) nella fascia tra i 100 e i 200 milioni di euro. Nonostante l'elevata percentuale (77,9%), questi mandati rappresentano solo il 41,6% dei patrimoni: il restante 58,4% fa capo a mandati di maggiori dimensioni, suddivisi in modo piuttosto omogeneo nelle fasce tra 200 e 500 milioni di euro (22,4% dei patrimoni), tra i 500 milioni e 1 miliardo di euro (20,8% dei patrimoni) e sopra al miliardo di euro (15,2% dei patrimoni).

*La dimensione dei mandati finanziari affidati dai fondi pensione negoziali a fine 2016*



*Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: Mondoinstitutional*

In media, guardando ai mandati attivi durante l'intero 2016, i costi di gestione sono ammontati allo 0,12% del patrimonio. Questo dato è pari allo 0,10% per i mandati che non prevedono garanzie e allo 0,24% per quelli garantiti. Diversi, poi, i costi per tipologia di mandato: si va dai più costosi, quelli specializzati sulla copertura del tasso di cambio (0,35%), a quelli meno onerosi, quelli obbligazionari (0,09%). I mandati obbligazionari misti presentano oneri pari allo 0,08% per i comparti non garantiti e allo 0,24% per quelli garantiti, per un dato complessivo pari a 0,24%. I mandati monetari hanno costi pari allo 0,13% (0,12% per i comparti senza garanzia e 0,17% per quelli garantiti), quelli azionari allo 0,12% e quelli bilanciati allo 0,10%.

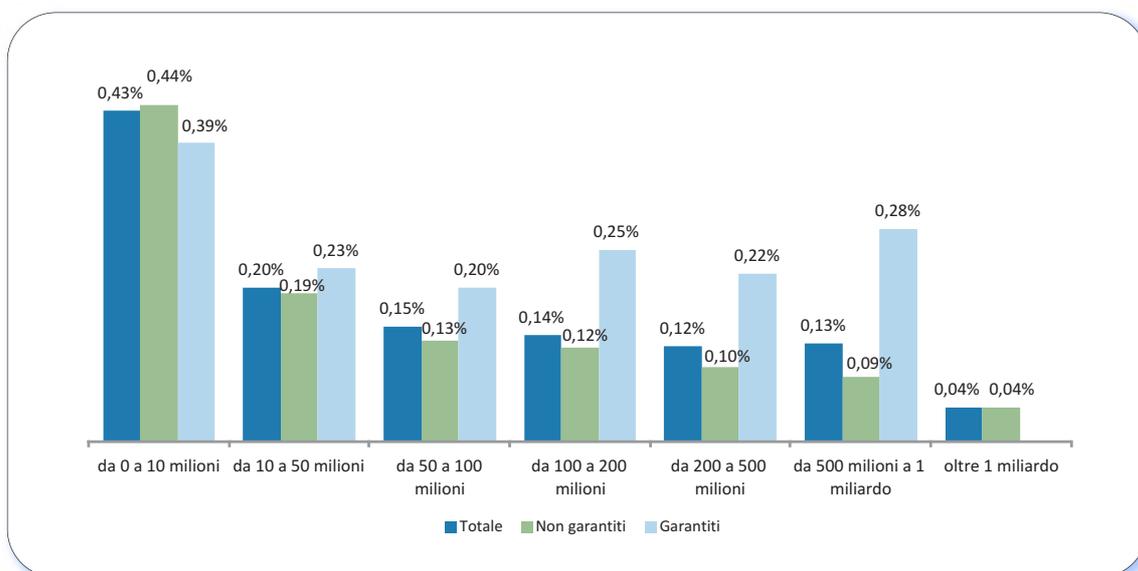
***Gli oneri di gestione dei mandati finanziari affidati dai fondi pensione negoziali a fine 2016***

<i>Tipologia di mandato</i>	<i>Totale</i>	<i>Non garantiti</i>	<i>Garantiti</i>
<i>Azionario</i>	<i>0,12%</i>	<i>0,12%</i>	<i>-</i>
<i>Bilanciato</i>	<i>0,10%</i>	<i>0,10%</i>	<i>-</i>
<i>Copertura tasso di cambio</i>	<i>0,35%</i>	<i>0,35%</i>	<i>-</i>
<i>Monetario</i>	<i>0,13%</i>	<i>0,12%</i>	<i>0,17%</i>
<i>Obbligazionario</i>	<i>0,09%</i>	<i>0,09%</i>	<i>0,23%</i>
<i>Obbligazionario misto</i>	<i>0,24%</i>	<i>0,08%</i>	<i>0,24%</i>
<b><i>TOTALE</i></b>	<b><i>0,12%</i></b>	<b><i>0,10%</i></b>	<b><i>0,24%</i></b>

*Dati riferiti ai mandati attivi durante l'intero 2016 dei 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional*

L'onerosità dei mandati, oltre che dalla tipologia, è influenzata anche dalla dimensione degli stessi. Si va, infatti, da un minimo di 4 basis point per i comparti di dimensioni superiori al miliardo di euro, ai 43 punti base di quelli compresi entro i 10 milioni di euro. Osservando i dati dei mandati che non prevedono garanzie, in particolare, emerge chiaro il decrescere degli oneri a seconda della dimensione del mandato. Relazione che, invece, non sussiste per i mandati garantiti.

*Gli oneri di gestione per dimensione dei mandati finanziari affidati dai fondi pensione negoziali a fine 2016*

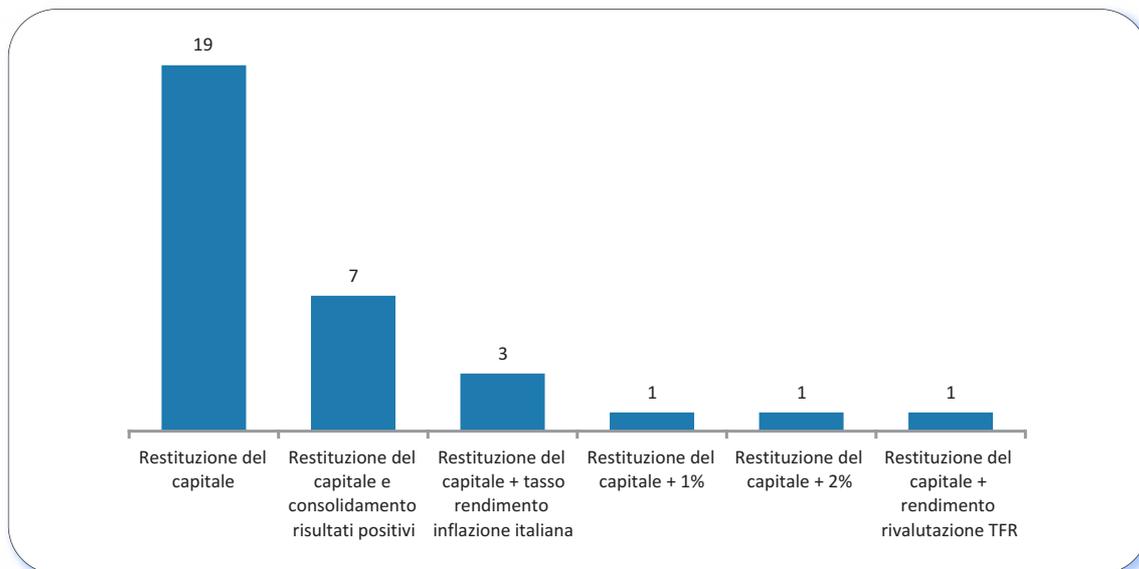


*Dati riferiti ai mandati attivi durante l'intero 2016 dei 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: Mondoinstitutional.*

## 2.2 – Le garanzie

I fondi pensione negoziali, per poter accogliere il Tfr dei lavoratori silenti, hanno dovuto istituire una linea garantita. Nel contesto attuale di bassi rendimenti ottenibili dall'investimento in obbligazioni, soprattutto quelle governative, i gestori finanziari sono in difficoltà a offrire garanzie di rendimento, pertanto, a oggi, la scelta prevalente è quella di garantire la restituzione del capitale versato. Questa opportunità è offerta da 19 comparti dei 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione. Le altre 13 linee garantite, invece, offrono delle garanzie di rendimento aggiuntivo, che vanno dalla garanzia di restituzione del capitale consolidando i risultati positivi (7 comparti), al capitale maggiorato del tasso di inflazione italiana (3 comparti), al capitale oltre a un rendimento dell'1% (1 comparto), del 2% (1 comparto) o di un rendimento pari al tasso di rivalutazione del Tfr lasciato in azienda (1 comparto).

### Le garanzie di rendimento dei comparti dei fondi pensione negoziali che prevedono tale clausola



Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione.  
Fonte: Mondoinstitutional.





### *3. Gli investimenti in economia reale dei fondi pensione negoziali*

#### *3.1 - L'analisi degli investimenti in economia reale*

Sebbene non vi sia chiarezza sul significato dell'espressione "investire in economia reale", in questo rapporto si è voluta declinare come investimento nel debito privato o nei titoli di capitale di aziende non quotate, nonché in immobili, per il tramite di veicoli di investimento o mandati di gestione specializzati, soluzioni al momento adottate dai fondi pensione negoziali che hanno intrapreso questa strada. Si ritiene, infatti, che l'impatto dell'investimento dei fondi pensione sia maggiore nelle piccole e medie aziende non quotate, innanzitutto sulle loro fonti di finanziamento, condizionate dalla salute del sistema bancario nazionale, rispetto a quello che avrebbe sulle grandi aziende quotate, favorite in vario modo dalle politiche di *quantitative easing* poste in essere dalla Banca Centrale Europea. In secondo luogo, il supporto alle piccole e medie imprese ha un impatto diretto sull'occupazione e indiretto sulla salute stessa del tessuto economico e produttivo, stimolando le imprese a una maggiore efficienza per poter attrarre i capitali istituzionali.

### Le scelte dei fondi pensione negoziali

Al 30 giugno 2017, sette fondi pensione negoziali hanno investito o hanno intrapreso i primi passi per investire nell'economia reale, tramite Oicr o mandati specializzati, come nel caso di Solidarietà Veneto. L'ammontare complessivo degli investimenti già effettuati in veicoli di investimento specializzati nel private debt, private equity, infrastrutture ed energie rinnovabili ammonta a 122,5 milioni di euro, che corrisponde allo 0,3% degli investimenti diretti e in gestione totali al 30 giugno. Il *commitment* complessivo, invece, è pari a 331,7 milioni di euro (i dati sono stati forniti direttamente dai fondi pensione negoziali). Escludendo il dato relativo al mandato di gestione di Solidarietà Veneto, il totale investito al 30 giugno risulta pari a 76,2 milioni di euro, a fronte di un *commitment* di 285,4 milioni di euro: il 26,7% delle risorse destinate a questi investimenti (il *commitment*), pertanto, è stato richiamato dai fondi.

### Gli investimenti in economia reale dei fondi pensione negoziali

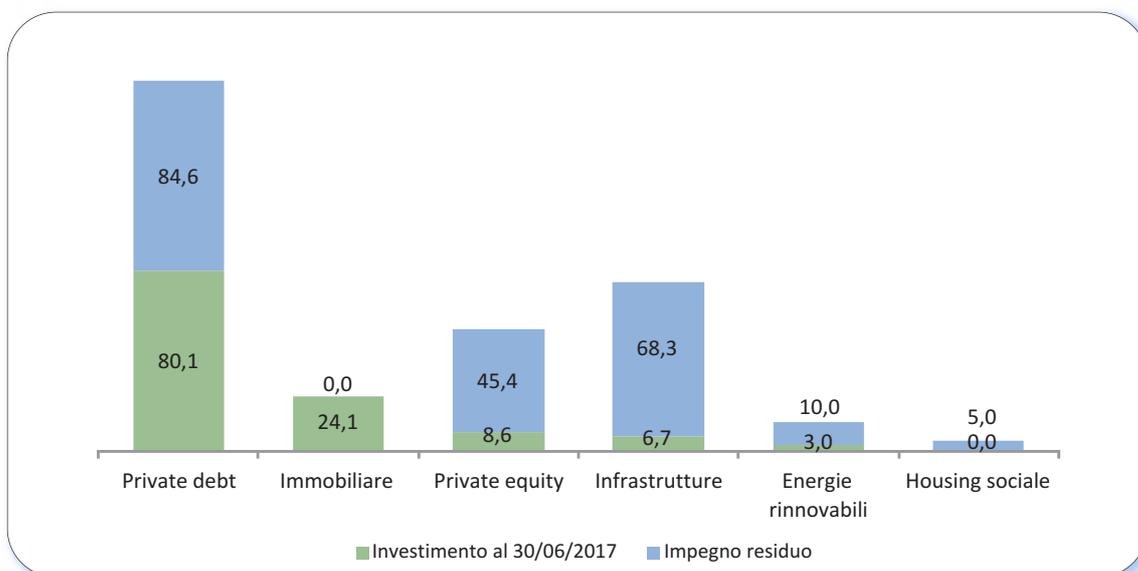
	Investimento al 30/06/2017	Commitment totale
Private debt	80,1	164,7
Immobiliare	24,1	20,0
Private equity	8,6	54,0
Infrastrutture	6,7	75,0
Energie rinnovabili	3,0	13,0
Housing sociale	-	5,0
<b>TOTALE</b>	<b>122,5</b>	<b>331,7</b>

Dati in milioni di euro.

Fonte: elaborazione Mondoinstitutional sui dati forniti dai singoli fondi pensione negoziali

Il private debt è l'asset class che ha ricevuto le maggiori attenzioni, con un *commitment* totale di 164,7 milioni di euro (il 49,7% del *commitment* totale in economia reale), e risorse richiamate al 30 giugno 2017 pari a 80,1 milioni di euro. Seconde, tra le preferenze, le infrastrutture, con un *commitment* di 75 milioni di euro (22,6%) e risorse richiamate per 6,7 milioni di euro. Il private equity, poi, è in terza posizione con 54 milioni di euro di *commitment* (16,3%) e richiami per 8,6 milioni di euro, seguito in quarta posizione dai fondi immobiliari, con 20 milioni di euro di *commitment* (6%), a cui si aggiunge anche l'housing sociale (con un *commitment* di 5 milioni di euro). Infine, i fondi specializzati sulle energie rinnovabili, con 13 milioni di euro di *commitment* (3,9%) e 3 milioni di euro di richiami al 30 giugno.

*L'investimento effettivo e gli impegni residui per gli investimenti in economia reale*



*Dati in milioni di euro.*

*Fonte: elaborazione MondoInstitutional sui dati forniti dai singoli fondi pensione negoziali*

Guardando invece all'area geografica di riferimento degli investimenti in economia reale, si può notare che non tutto è focalizzato sull'Italia. Sul *commitment* totale di 331,7 milioni di euro, 181,7 milioni di euro possono essere ricondotti a investimenti focalizzati sul territorio nazionale (54,8%), mentre i restanti 150 milioni di euro sono costituiti da investimenti che spaziano oltre confine (45,2%). Degli investimenti già effettuati al 30 giugno 2017, invece, 91,7 milioni di euro sono riferiti all'Italia (74,8%) e 30,8 milioni di euro all'estero (25,2%).

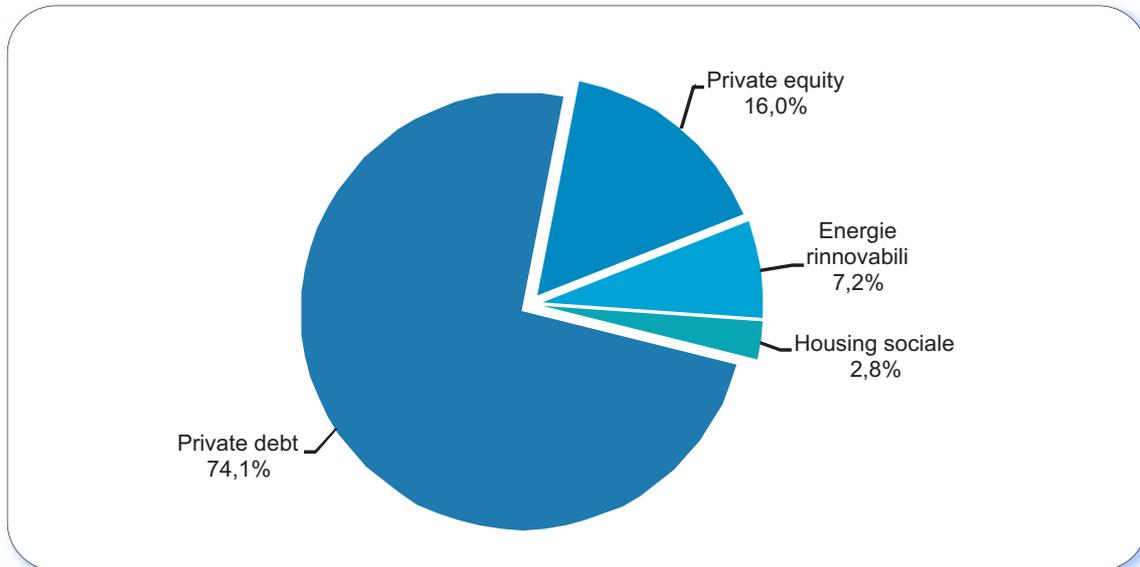
*Gli investimenti in economia reale focalizzati sull'Italia dei fondi pensione negoziali*

	<i>Investimento al 30/06/2017</i>	<i>Commitment totale</i>
<i>Italia</i>	91,7	181,7
%	74,8%	54,8%
<i>Estero</i>	30,8	150,0
%	25,2%	45,2%
<b>TOTALE</b>	<b>122,5</b>	<b>331,7</b>

*Dati in milioni di euro. Fonte: elaborazione MondoInstitutional sui dati forniti dai singoli fondi pensione negoziali*

Dei 181,7 milioni di euro di investimenti in economia reale focalizzati sul territorio italiano, la quota maggiore spetta sempre agli investimenti in private debt (74,1%), seguiti dal private equity (16%), dalle energie rinnovabili (7,2%) e dall'housing sociale (2,8%). Non vi sono investimenti infrastrutturali in Italia da parte dei fondi pensione negoziali.

*Il commitment totale dei fondi pensione negoziali all'economia reale italiana*



*Dati calcolati su un commitment totale di 176,7 milioni di euro in fondi o mandati e riferiti a 6 fondi pensione negoziali.  
Fonte: MondoInstitutional.*

Di seguito si presenta la situazione dettagliata degli investimenti in economia reale da parte dei fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.

**Gli investimenti in economia reale dei Fondi pensione negoziali**

<i>Fondo pensione</i>	<i>Investimento in economia reale</i>	<i>Società di gestione</i>	<i>Tipologia</i>	<i>Committente totale</i>
<i>Alifond</i>	<i>Supply Chain Fund</i>	<i>Groupama Asset Management Sgr</i>	<i>Private debt</i>	<i>5 mln</i>
<i>Byblos</i>	<i>Supply Chain Fund</i>	<i>Groupama Asset Management Sgr</i>	<i>Private debt</i>	<i>5 mln</i>
<i>Byblos</i>	<i>Senior Loan Fund I (A) SLP</i>	<i>BlueBay Asset Management</i>	<i>Private debt</i>	<i>20 mln</i>
<i>Byblos</i>	<i>Quadrivio Private Debt Fund</i>	<i>Quadrivio Capital Sgr</i>	<i>Private debt</i>	<i>5 mln</i>
<i>Eurofer</i>	<i>Fondo Caesar</i>	<i>Axa Real Estate Investment Managers SGR</i>	<i>Immobiliare</i>	<i>20 mln</i>
<i>Eurofer</i>	<i>Macquarie European Infrastructure Fund 5</i>	<i>Macquarie Infrastructure and Real Assets</i>	<i>Infrastrutture</i>	<i>25 mln</i>
<i>Laborfonds</i>	<i>Fondo Strategico Trentino Alto Adige</i>	<i>Finanziaria Internazionale Investments Sgr</i>	<i>Private debt</i>	<i>53,4 mln</i>
<i>Laborfonds</i>	<i>Partners Group Direct Equity 2016 Eur SCA Sicav-Sif</i>	<i>Partners Group Management III S.A.R.L.</i>	<i>Private equity</i>	<i>25 mln</i>
<i>Laborfonds</i>	<i>APPIA II</i>	<i>UBS Asset Management</i>	<i>Infrastrutture</i>	<i>25 mln</i>
<i>Laborfonds</i>	<i>Macquarie Super Core Infrastructure Fund</i>	<i>Macquarie Infrastructure and Real Assets</i>	<i>Infrastrutture</i>	<i>25 mln</i>
<i>Laborfonds</i>	<i>Quadrivio Green Energy Fund</i>	<i>Quadrivio Capital Sgr</i>	<i>Energie rinnovabili</i>	<i>13 mln</i>
<i>Laborfonds</i>	<i>Fondo Housing Sociale Trentino</i>	<i>Finanziaria Internazionale Investments Sgr</i>	<i>Housing sociale</i>	<i>5 mln</i>
<i>Prevaer</i>	<i>Fondo FoF Private Debt</i>	<i>Fondo Italiano di Investimento Sgr</i>	<i>Private debt</i>	<i>5 mln</i>
<i>Prevaer</i>	<i>European Middle Market Private Debt I SCSp</i>	<i>BlackRock</i>	<i>Private debt</i>	<i>10 mln</i>
<i>Priamo</i>	<i>Fondo FoF Private Debt</i>	<i>Fondo Italiano di Investimento Sgr</i>	<i>Private debt</i>	<i>15 mln</i>
<i>Solidarietà Veneto</i>	<i>Mandato di gestione</i>	<i>Finanziaria Internazionale Investments Sgr</i>	<i>Private debt</i>	<i>46,256 mln*</i>
<i>Solidarietà Veneto</i>	<i>Fondo Sviluppo PMI</i>	<i>FVS Sgr</i>	<i>Private equity</i>	<i>7 mln</i>
<i>Solidarietà Veneto</i>	<i>Assietta Private Equity III</i>	<i>Ape Sgr</i>	<i>Private equity</i>	<i>7 mln</i>
<i>Solidarietà Veneto</i>	<i>Alcedo IV</i>	<i>Alcedo Sgr</i>	<i>Private equity</i>	<i>10 mln</i>
<i>Solidarietà Veneto</i>	<i>Alto Capital IV</i>	<i>Alto Partners Sgr</i>	<i>Private equity</i>	<i>5 mln</i>

*\* essendo un mandato di gestione, la cifra corrisponde all'ammontare investito al 30/06/2017.*

*Fonte: elaborazione Mondoinstitutional sui dati forniti dai singoli fondi pensione negoziali*

### 3.2 - Le testimonianze di tre fondi pensione negoziali

#### FONDO PENSIONE BYBLOS

Fondo Pensione Complementare per i lavoratori dipendenti delle aziende Grafiche, Editoriali, della Carta e del cartone, Cartotecniche e Trasformatrici

Dopo aver approvato l'investimento in fondi alternativi dedicati all'economia reale per una quota fino al 15% del comparto Bilanciato, il fondo Byblos ha proceduto a sottoscrivere i primi tre strumenti di private debt, in attesa di selezionare nuovi strumenti di private equity, real estate e infrastrutturali.

*“Gli alternative sono stati inseriti nell'asset allocation del comparto Bilanciato (con risorse pari a 620 milioni di euro)”, spiega Giuseppe Pagliarani, Direttore Generale di Byblos. “Il Cda ha deliberato di investire in tali prodotti per una percentuale pari fino al 15% del comparto”, prosegue Pagliarani, che specifica poi che sono stati suddivisi per un 5% in strumenti alternativi di debito, per cui sono già stati sottoscritti 3 fondi di private debt per un importo pari a 30 milioni di euro, mentre il restante 10% sarà da selezionare tra strumenti di private equity, real estate e infrastrutture.*

*“La percentuale di allocazione di questo 10% si deciderà a seconda delle contingenze dei mercati nel momento della selezione” precisa Pagliarani. Il Cda di Byblos “ha deliberato la selezione degli alternative al fine di ricercare rendimenti più alti, che siano decorrelati dal mercato, in modo da incontrare quelle che sono le nuove necessità previdenziali emerse dell'analisi sulla platea”.*

Il Direttore del fondo spiega, successivamente, nel dettaglio il processo che ha portato alla selezione dei primi tre strumenti alternativi del fondo.

*“Sono state redatte delle procedure, analoghe a quelle previste per la selezione di gestori per affidare mandati tradizionali, che hanno indirizzato la selezione dei prodotti di debito. Il Cda, una volta rafforzata la Funzione Finanza con l'assunzione di una figura senior, ha ritenuto necessario selezionare, attraverso un beauty contest, l'advisor fi-*

nanziario e quello legale, per farsi supportare nel processo di individuazione e selezione dei prodotti alternativi. Si è poi proceduto con l'avvio della sollecitazione pubblica di offerta per la selezione dei gestori di investimento in strumenti alternativi.

La Funzione Finanza, con il supporto dell'advisor, sentita la Commissione Finanza, ha proceduto all'analisi delle offerte ammesse valutando le componenti di natura qualitativa/quantitativa ed economica.

La Commissione Finanza, sulla base delle valutazioni di cui sopra, ha poi redatto una graduatoria, proponendo al Cda una short list delle società candidate.

Sulla base dei punteggi attribuiti alle audizioni e alle valutazioni delle offerte, la Funzione Finanza ha in seguito predisposto la relazione con la proposta di investimento da sottoporre ad approvazione della Commissione Finanza. La relazione è stata sottoposta al Cda per l'approvazione tramite delibera".

Nella fase di selezione, il fondo Byblos ha stabilito che i fondi di cui era alla ricerca non avrebbero dovuto investire in distressed debt e in non performing loan. La motivazione è ben definita: "Precedentemente alla definizione del bando si è proceduto ad un'analisi di mercato di tutto il panorama di debito. Da tale analisi è emerso che i distressed debt e i non performing loan non erano in linea con i nostri obiettivi di rischio/rendimento".

In ogni caso, il processo di selezione si è concluso con la decisione di investire in tre diversi prodotti, con delle caratteristiche differenti: "Si è proceduto con la sottoscrizione di tre fondi al fine di garantire una adeguata diversificazione in termini geografici, di gestore e di business".

Il primo fondo, della casa di investimento BlueBay Asset Management, è esposto al settore dei secured loan, con un obiettivo di rendimento del 7% e un modello incentrato sul credito alle imprese con esposizione geografica in Europa. Il secondo prodotto, di Quadrivio Capital Sgr, è sempre esposto al segmento dei secured loan, con un obiettivo di rendimento del 5% ma focalizzato sul credito alle imprese localizzate in Italia. Infine, il terzo prodotto di Groupama Asset Management Sgr, ha un obiettivo di rendimento pari all'euribor a 3 mesi maggiorato di 200 basis point e si concentra nell'acquisto di crediti commerciali con durata tra 2 mesi e 1 anno.

Nell'ambito degli investimenti in economia reale, emerge anche il tema sull'opportunità

di adottare scelte condivise con altri fondi pensione.

*“A nostro avviso sarebbe importante che si creino sinergie tra i fondi pensione al fine di contenere i costi di transazione, aspetto importante di questa tipologia di prodotti. Anche per il tramite dell’Associazione dei Fondi Pensione Negoziati, sarebbe auspicabile individuare uno o più partner di natura finanziaria, definendo uno o più strumenti che investano in economia reale dedicati espressamente a tal fine”,* conclude Pagliarani.

## FONDO PENSIONE EUROFER

Fondo pensione complementare dedicato ai dipendenti ai quali si applica il CCNL delle Attività Ferroviarie, di ANAS e Nuovo Trasporto Viaggiatori

Il fondo Eurofer è stato il primo fondo pensione negoziale a effettuare un investimento alternativo quando, nel 2012, acquistò quote del fondo immobiliare Caesar, gestito da Axa Reim Sgr.

Nel 2016, grazie alle aperture concesse dal Decreto 166, ha poi annunciato l'investimento nel primo fondo infrastrutturale, il Macquarie European Infrastructure Fund 5 gestito dalla società Macquarie Infrastructure and Real Assets.

**Fabio Ortolani, Presidente di Eurofer**, spiega i motivi della scelta: *“Il fondo infrastrutturale MEIF5 è stato inserito nel comparto Bilanciato, il più grande di Eurofer, con un capitale, al 30 settembre, pari a oltre 800 milioni di euro. Sono state proprio le dimensioni e il montante gestito a farci propendere per questa scelta, visto che c'era più margine per una diversificazione degli investimenti. L'investimento nel fondo infrastrutturale è di 25 milioni di euro di commitment, pari a circa il 3% del totale”*.

Ortolani prosegue osservando che *“il processo di selezione si è svolto con il prezioso supporto di un advisor legale, lo studio Clifford Chance, e di un advisor finanziario, lo studio Willis Towers Watson, che si sono affiancati alla struttura interna del Fondo in questa operazione. L'inserimento nell'offerta di questo strumento alternativo e la volontà di ampliare le tipologie di investimento ci ha portato anche a rafforzare la divisione finanziaria del fondo. Una figura, altamente specializzata, è già stata inserita e un'altra, che è in fase di selezione, sarà inserita a breve con la funzione di responsabile degli investimenti finanziari”*. L'investimento in fondi alternativi ha delle peculiarità tali per cui, *“sicuramente, per gestire al meglio questo tipo di operazioni, è necessario avvalersi di strutture esterne e di personale adeguato. La stessa cosa avviene per tutte le società o strutture finanziarie che decidono di addentrarsi in nuovi percorsi e progetti. La diversità per i fondi pensione risiede nei tempi di esecuzione, considerando che alcuni passaggi di approvazione richiedono un periodo tendenzialmente più lungo rispetto a realtà private. Una volta imboccata la strada però, i passaggi diventano automatici,*

*per la soddisfazione del fondo e degli associati che potranno avere rendimenti maggiori e sempre garantiti”.*

L'esperienza fatta fino a ora con il primo investimento infrastrutturale è giudicata con favore: *“La valutazione complessiva sugli investimenti alternativi è senza dubbio positiva. Tali strumenti stanno garantendo i risultati sperati al portafoglio e ci permettono di realizzare un'alpha che difficilmente saremo riusciti a reperire sui mercati regolamentati”.* Perché, in particolare, il fondo Eurofer ha deciso di investire in infrastrutture grazie a un fondo che guarda a tutta l'Europa e non solo all'Italia?

Per rispondere a questa domanda, spiega Ortolani, *“è fondamentale fare una piccola premessa. I fondi pensione negoziali, come Eurofer, hanno un solo obiettivo che è quello di garantire la pensione ai propri associati, una volta ritirati dal mondo del lavoro. Tutte le scelte che effettuiamo negli investimenti tengono conto di questa opzione, che definirei strategica. Nel caso specifico, l'investimento pan europeo ci permette di diversificare e di ridurre al minimo il cosiddetto rischio Paese, visto che deteniamo cospicue somme investite in Titoli di Stato italiani e rimanere legati, comunque, a investimenti europei”.*

Oltre alla diversificazione in termini geografici, gli investimenti alternativi che garantiscono flussi di cassa piuttosto stabili possono essere considerati come diversificatori della componente obbligazionaria.

Tra i fondi pensione negoziali, i comparti garantiti mostrano una maggiore presenza di strumenti del reddito fisso, pertanto gli investimenti alternativi potrebbero trovare maggiore diffusione. *“Il mio augurio è che ci possano essere delle modifiche legislative per quanto concerne i comparti garantiti. La situazione del mercato di oggi rende molto difficile ottenere rendimenti adeguati alle richieste dei fondi pensione per queste divisioni e per questo gli operatori del settore partecipano con riluttanza alle gare. Personalmente e a nome del Fondo Eurofer posso dire che siamo favorevoli all'apertura dei comparti garantiti verso forme di investimento che abbiano ricadute nell'economia reale. Il tutto però sempre nel rispetto dei parametri imposti da questo tipo di comparto che chiede la garanzia del ritorno di quanto dato”.*

Il fondo Eurofer, dopo i due investimenti nel campo immobiliare e infrastrutturale, sta

guardando anche oltre per quanto riguarda i prodotti focalizzati sull'economia reale. Ortolani spiega infatti che *“Eurofer attualmente detiene due investimenti alternativi in portafoglio, uno nel settore immobiliare e uno nel settore infrastrutturale, per un peso complessivo di circa il 6% del comparto bilanciato. Nell'asset allocation strategica del fondo, riconfermata a settembre 2017, è prevista un'esposizione massima del 15% del comparto bilanciato verso tali strumenti, il che lascia pensare che abbiamo ancora ampio margine di azione. Il focus della nostra Funzione Finanza, dopo aver rinnovato i mandati di gestione tradizionali, si sta spostando sulla ricerca di nuovi investimenti alternativi da inserire in portafoglio, e in particolare ci stiamo orientando verso investimenti del settore corporate piccole e medie imprese. Inoltre dopo due investimenti in equity il nostro focus si sta spostando su investimenti in debito. Siamo ancora in una fase esplorativa per quanto riguarda il focus dell'investimento, se continuare con dei pan europei oppure osservare cosa offre il mercato italiano”*.

## FONDO PENSIONE LABORFONDS

Fondo pensione complementare negoziale a capitalizzazione individuale e contribuzione definita, per i lavoratori dipendenti da datori di lavoro che operano nel territorio del Trentino-Alto Adige

Laborfonds è tra i fondi pensione negoziali pionieri nel realizzare investimenti alternativi. *“Per Laborfonds gli investimenti alternativi sono, a tutti gli effetti, un’asset class a sé stante e diversificata rispetto alle attività cosiddette tradizionali, coerente con l’orizzonte temporale di lungo periodo dei fondi pensione e caratterizzata da una tendenziale stabilità e prevedibilità dei rendimenti prospettici sugli orizzonti medio lunghi”*, sottolinea **Ivonne Forno, Direttore Generale di Laborfonds**. *“Anche in ragione di ciò, a febbraio 2015, Laborfonds ha ritenuto maturo il tempo per affrontare questa nuova strada dando avvio alla gestione diretta presso il comparto principale, ovvero la Linea Bilanciata che, ad oggi, supera i 2 miliardi di euro di patrimonio in gestione.*

*L’investimento in quote del Fondo Strategico Trentino Alto Adige, fondo comune di investimento mobiliare chiuso riservato a classi di quote e riconducibile alla tipologia del private debt, è la prima componente della parte satellite degli investimenti alternativi, con un peso del 10% nell’ambito dell’asset allocation strategica della Linea Bilanciata. Come avvenuto in passato, la diversificazione e la ricerca del trade off rischio/rendimento migliore sono stati gli elementi qualificanti delle scelte di allocazione strategica effettuate (si veda l’introduzione sia degli investimenti alternativi che di componenti azionarie e governative riconducibili ai Mercati Emergenti): certamente il contesto economico e di mercato (con rendimenti negativi della componente obbligazionaria a reddito fisso) hanno svolto un ruolo importante nella decisione di apertura della politica di investimento a nuove asset class e strategie che possano apportare rendimenti superiori a quelli tradizionali, per il collegato premio per l’illiquidità, decorrelazione rispetto alle stesse, stabilizzazione dei flussi cedolari e, perché no, anche ritorni ed effetti indiretti sull’economia del territorio”.*

Il Direttore, inoltre, chiarisce il processo adottato per la selezione degli strumenti in cui investire: *“In relazione a questo tipo di strumenti finanziari, le sfide e gli investimenti da*

*affrontare (anche in termini organizzativi) per un fondo pensione non sono pochi. Si tratta infatti di novità e attività pionieristiche nel contesto dei fondi negoziali chiusi, sia per la tipologia di asset class, che per la modalità di gestione: in un'ottica di efficienza Laborfonds ha scelto di intraprendere la strada della gestione diretta (che però risulta anche essere la più sfidante e impegnativa) e non quella del mandato di gestione in alternativi.*

*Per tale ragione il Consiglio di Amministrazione ha deciso di procedere gradualmente, a tempo debito, a step e di non effettuare un numero eccessivo di investimenti, stante la necessità di presidiare e controllare gli stessi in maniera approfondita e con la massima attenzione. In piena coerenza con tali scelte, il Consiglio di Amministrazione ha rafforzato la Funzione Finanza con l'assunzione di un'ulteriore risorsa e ha formalizzato con Prometeia Advisor SIM un contratto di consulenza per il monitoraggio e la relativa reportistica degli investimenti effettuati nell'ambito della gestione diretta. Prometeia, con la quale il fondo ha recentemente sottoscritto un accordo di consulenza quadro, ha inoltre supportato il fondo nel corso di tutte le selezioni dei FIA di cui alla componente satellite del portafoglio della Linea Bilanciata, attraverso procedure di beauty contest”.*

Nel dettaglio, quali sono oggi gli investimenti di Laborfonds nell'ambito non tradizionale?

*“I FIA individuati/selezionati nell'autunno 2016 e, da ultimo, a ottobre 2017, sono tutti riconducibili al mondo del private equity”, risponde Forno. “Si tratta, nello specifico, di commitment di: 25 milioni di euro nel fondo Partners Group Direct Equity 2016, con una strategia di private equity pura e globale, con durata media (7/10 anni) e alta redditività; 13 milioni di euro nel Quadrivio Green Energy Fund, con una strategia di investimenti in Italia in energie rinnovabili o iniziative nel campo, con durata elevata (15+ anni), buona redditività e profilo di distribuzione effettivo e regolare dal 1° anno; 5 milioni di euro nel Fondo Housing Sociale Trentino, con una strategia di social housing, con durata elevata (20+ anni) nell'ambito delle iniziative degli investimenti territoriali del fondo pensione, con una logica parallela/analogica a quella dell'investimento effettuato nel FIA di private debt Fondo Strategico Trentino Alto Adige.*

*Il 31 ottobre 2017, inoltre, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato due ulteriori investimenti diretti da effettuarsi per un commitment complessivo di 50 milioni di euro (ovvero 25 milioni di euro in ciascun FIA) in Macquarie Super Core Infrastructure Fund e nel fondo di fondi APPIA II di UBS: entrambe iniziative di investimento in infrastrutture diversificate, caratterizzate da durata elevata (15+ anni), alta redditività, con distribuzione dilatata nel tempo ma regolare dal 5°/7° anno”.*

Tra gli strumenti alternativi scelti da Laborfonds per l'investimento di parte delle proprie risorse, dunque, due hanno anche una connotazione territoriale, ovvero quelli nel Fondo Housing Sociale Trentino e nel Fondo Strategico del Trentino Alto Adige.

*“Nell’ambito della gestione diretta di parte del patrimonio della Linea Bilanciata rientra anche, come già accennato, l’investimento in quote del FIA Housing Sociale Trentino, che ha come obiettivo l’investimento dei capitali raccolti attraverso la strutturazione e implementazione di iniziative immobiliari funzionali a incrementare la dotazione di alloggi sociali secondo i termini e le condizioni di cui alla normativa di carattere primario e secondario in tema di housing sociale.*

*Si tratta di immobili che saranno locati a canone moderato alle famiglie che vivono nel medesimo territorio nel quale il fondo pensione ha le proprie radici. Un’altra formula attraverso la quale Laborfonds, perseguendo un adeguato rendimento per i propri aderenti, sostiene gli stessi e le famiglie che vivono nel proprio territorio di riferimento e garantisce loro la possibilità di accedere ad alloggi edificati e/o ristrutturati secondo le più moderne tecniche di edilizia ed efficienza energetica.*

*Tale iniziativa si colloca fra quelle nelle quali il fondo pensione è riuscito a rispettare la propria mission anche attraverso una serie di sinergie e ricadute positive, dirette e indirette, sul proprio territorio di riferimento, le aziende e le famiglie”, sottolinea il Direttore Generale di Laborfonds, che poi spiega il secondo investimento alternativo territoriale, quello in un prodotto di private debt: “Il commitment di Laborfonds nel Fondo Strategico Trentino Alto Adige (FSTAA) ammonta a 53,4 milioni di euro, equi ripartito nei 2 Comparti, Trento e Bolzano. L’investimento nel FSTAA è stato il primo tassello nell’ambito della componente alternative che rappresenta il 10% dall’asset allocation strategica della Linea Bilanciata.*

*Il progetto del FSTAA è per Laborfonds un vero progetto speciale in quanto condiviso, fin dal suo concepimento, con altri coinvestitori territoriali (nello specifico le Province di Trento e Bolzano). Si tratta di un vero e proprio abito su misura, realizzato da Finint Sgr, vincitrice di un bando europeo.*

*Attraverso l'investimento nel FSTAA, Laborfonds riesce a restituire alle aziende del territorio parte della liquidità raccolta dalle stesse sotto forma di TFR e contribuzione, ottenendo nel contempo i rendimenti prefissati. Con l'emissione dei minibond, le aziende hanno potuto sviluppare i loro progetti, aumentare i loro fatturati, incrementare i posti di lavoro, ecc... Insomma un circolo virtuoso che si autoalimenta attraverso sinergie e condivisione di progetti”.*

Ma quali sono i primi risultati di tali investimenti e quale il livello di soddisfazione del fondo pensione negoziale che vi ha investito?

*“Possiamo dirci soddisfatti dei primi risultati ottenuti dagli investimenti finora effettuati in FIA, sia in termini di rendimento ma anche in termini di ricadute positive dirette e indirette: quasi tutti gli investimenti presenti in portafoglio hanno superato la fase iniziale della J curve e stanno dando i primi frutti attraverso la distribuzione di proventi”, afferma Forno. “Gli ultimi investimenti deliberati da parte del Consiglio di Amministrazione di Laborfonds (i 2 commitment da 25 milioni di euro ciascuno in altrettante strategie di infrastrutture diversificate) portano il peso del portafoglio satellite della Linea Bilanciata al 7,5%, creando una sorta di zoccolo duro ben diversificato (come già detto, l'asset allocation strategica del Comparto prevede un investimento del 10% in strumenti alternativi): il restante 25% del portafoglio satellite potrebbe essere costruito con diversi vintage (qualora disponibili) delle strategie in cui si è già investito e potrebbe offrire la possibilità di aderire a eventuali iniziative satellite di interesse del fondo, ove se ne presenti l'occasione”.*



## *4. Gli Investimenti Socialmente Responsabili dei fondi pensione negoziali*

### *4.1 - Le strategie d'Investimento Sostenibile e Responsabile*

Per Investimento Sostenibile e Responsabile (SRI) s'intende “una strategia di investimento orientata al medio/lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l’analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso” (testo elaborato nel 2013 dal Gruppo di Lavoro del Forum per la Finanza Sostenibile). Tale definizione, che si applica a tutte le asset class, comprende una varietà di approcci e metodologie. In Italia l'SRI si sta via via affermando tra gli investitori istituzionali e, in particolare, tra i fondi pensione negoziali. L'integrazione dei criteri ESG (ambientali, sociali e di governance) è coerente con l'ottica d'investimento di un piano previdenziale, permettendo sia una riduzione dei rischi sia una gestione efficace degli attivi, specialmente in un'ottica di lungo periodo. Di seguito si riportano le sei principali strategie di investimento responsabile che possono essere adottate singolarmente o in maniera congiunta.

#### *Le Esclusioni*

Si tratta di un approccio che prevede l’esclusione esplicita di singoli emittenti o settori o Paesi dall’universo investibile, sulla base di determinati principi e valori. Tra i settori tradizionalmente esclusi vi sono le armi, la pornografia, il tabacco, i test su animali,

mentre è più recente l'estromissione dei combustibili fossili. In quest'ultimo caso si parla di “divest/invest”, un'iniziativa tesa a incoraggiare il disinvestimento dalle fonti fossili e, contestualmente, a promuovere il finanziamento di un'economia a basso impatto di carbonio.

#### Le Convenzioni internazionali

La strategia implica la selezione degli investimenti basata sul rispetto di norme e standard internazionali. Gli standard più utilizzati sono quelli definiti in sede Ocse, Onu o dalle Agenzie Onu (tra cui Ilo, Unep Fi, Unicef, Unhcr): ad esempio, l'Un Global Compact, le Linee Guida dell'Ocse sulle multinazionali, le Convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro.

Tale selezione, limitando l'universo investibile, porta a una riduzione del rischio, anche reputazionale, connesso agli investimenti.

#### Le Best in class

Diversamente dai primi due approcci e con una logica opposta rispetto al criterio delle esclusioni, questa strategia viene implementata effettuando un'attività di selezione positiva sui titoli che compongono l'universo investibile.

I titoli in portafoglio vengono valutati secondo criteri ESG, privilegiando gli emittenti migliori e con i punteggi ESG più elevati all'interno di un universo, una categoria o una classe di attivo. Alcuni dei criteri positivi o di inclusione nella valutazione delle imprese comprendono, a titolo esemplificativo, la riduzione delle emissioni di anidride carbonica, l'efficienza energetica, la qualità dell'ambiente di lavoro, il controllo della catena di fornitura, il rispetto dei diritti umani, la presenza di consiglieri indipendenti nel board, la remunerazione del top management legata al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità, ecc...

#### Gli Investimenti tematici

Si tratta di una strategia che seleziona gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, focalizzandosi su alcuni temi o aree d'attenzione spe-

cifiche. Alcuni esempi sono rappresentati dai cambiamenti climatici, dall'invecchiamento della popolazione, dal settore dell'immobiliare sostenibile, dalle energie rinnovabili, dalla gestione dell'acqua, dall'efficienza energetica, dalla gestione dei rifiuti, dalla mobilità sostenibile e dall'agricoltura/foreste.

### L'Engagement

L'attività di Engagement si sostanzia nel dialogo con l'impresa su questioni di sostenibilità e nell'esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario. Si tratta di un processo di lungo periodo, finalizzato a influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa e ad aumentare il grado di trasparenza.

L'Engagement punta quindi a influenzare il modo di operare della società in cui si è investito indirizzandola verso una maggiore sostenibilità sociale e ambientale: l'Engagement e il dialogo con le imprese sono funzionali per l'attività di responsabilità sociale praticata da un fondo pensione e rappresenta una scelta paziente. Le pratiche comprese nell'attività di engagement sono raggruppate in due macrocategorie: il soft Engagement e l'hard Engagement. Il soft Engagement consiste nell'apertura di un dialogo tra investitore e società investita attraverso incontri periodici tra rappresentanti degli investitori dell'impresa investita, le teleconferenze e l'invio di relazioni. L'hard Engagement, invece, prevede la presentazione di mozioni o risoluzioni nelle assemblee degli azionisti, l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto sui punti all'ordine del giorno.

Un utile strumento di dialogo con le società, che permette di approfondire alcune tematiche di governance con gli emittenti è rappresentato dal proxy voting: tale attività consiste nell'invio di lettere destinate ai Presidenti dei Consigli di amministrazione con l'obiettivo di spiegare le motivazioni sottostanti le raccomandazioni di voto. L'esercizio delle attività di proxy voting si svolge sia ex ante (per avere una maggiore comprensione dei punti che verranno discussi nel corso dell'Assemblea generale) sia durante (tramite il voto espresso) che ex post (con lo scopo di discutere quanto avvenuto durante l'Assemblea e i risultati del voto).

L'azionariato attivo (hard Engagement), diversamente dal soft Engagement che può

essere applicato su qualsiasi asset class, presuppone la proprietà di titoli azionari e, oltre che singolarmente, può essere realizzato in coalizione: in quest'ultima veste, gli investitori si uniscono al fine di sostenere delle iniziative di collaborazione il cui obiettivo finale è quello di aumentare la consapevolezza delle imprese, influenzare i loro comportamenti e incrementare la trasparenza su temi specifici legati alla sostenibilità suscettibili di impattare il valore delle imprese nel lungo periodo. L'Engagement di coalizione permette di incidere maggiormente sulle politiche e sulle strategie delle società che ne sono oggetto.

### L'Impact investing

La strategia prevede investimenti in imprese, organizzazioni o fondi con l'intenzione di realizzare, parallelamente a un ritorno finanziario, un impatto ambientale e/o sociale positivo misurabile. L'Impact investing si differenzia dagli altri approcci sopra elencati perché la creazione di un valore socio/ambientale misurabile viene prima rispetto all'ottenimento del ritorno economico sull'investimento (in genere inferiore rispetto alle altre tipologie d'investimento). Tale attività tipicamente si realizza attraverso l'investimento in iniziative imprenditoriali ad elevato impatto sociale e ambientale sia in Paesi emergenti che sviluppati. Le allocazioni a impatto sono effettuate in aree ad alto rischio, con l'obiettivo di arrivare a un miglioramento delle condizioni sociali. Tra i principali settori di intervento vi sono gli investimenti in microfinanza, social housing, energie rinnovabili, salute, ecc...

### **IORP II e prospettive future**

In futuro, a spingere i piani previdenziali all'adozione di scelte sostenibili saranno anche le novità normative in arrivo dall'Unione europea, in primis la Direttiva IORP II. I fondi pensione italiani, a seguito della revisione della Direttiva Europea IORP (Institutions for Occupational Retirement Provision), concernente le attività di enti pensionistici aziendali o professionali, saranno tenuti a fornire delle disclosure sul modo in cui le tematiche socio/ambientali sono integrate nella gestione finanziaria e nell'analisi dei rischi di investimento.

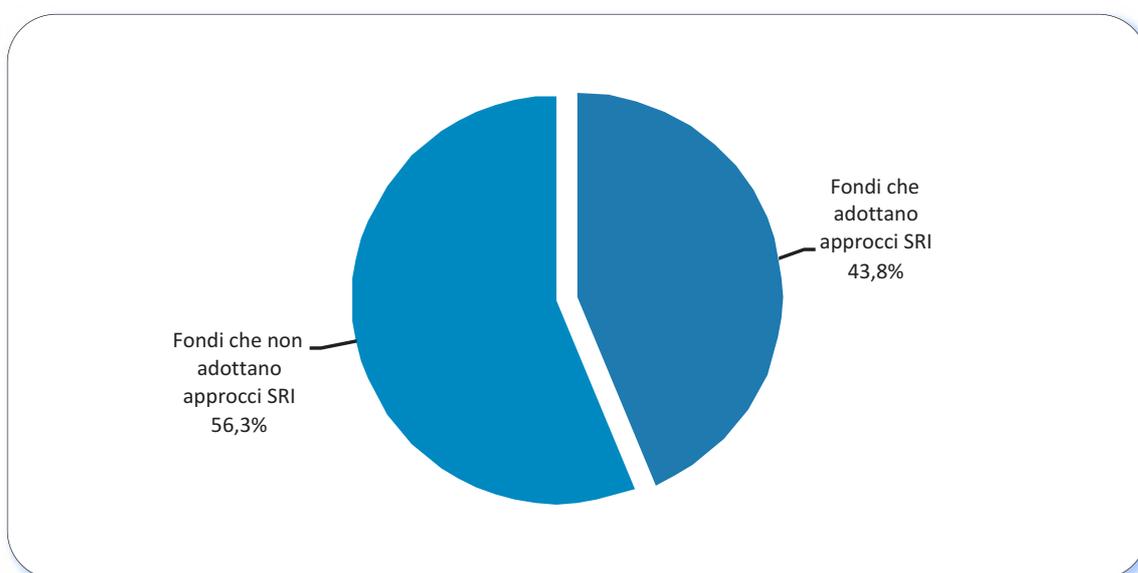
Nella Direttiva IORP II, che è stata approvata il 24 novembre 2016 dal Parlamento europeo, è presente un esplicito riferimento ai criteri ESG: nello specifico, si dichiara importante che gli operatori previdenziali prendano in considerazione gli aspetti ambientali, sociali e di governance nella fase di definizione della politica di investimento. Le norme, sebbene non in maniera obbligatoria, prescrivono ai fondi pensione di dichiarare pubblicamente se seguono o meno un approccio ESG e, in caso positivo, di rendicontarne le modalità. Inoltre, gli operatori previdenziali dovranno presentare un'analisi dei fattori di rischio legati al cambiamento climatico, alla sfera sociale, all'utilizzo delle risorse, all'ambiente e alla svalutazione degli asset in seguito a modifiche del quadro normativo (quest'ultimo è il tema degli stranded asset che considera il rischio che norme ambientali più severe o il progresso nelle tecnologie pulite facciano cadere il valore di alcune attività).

### *4.2 - La fotografia degli investimenti SRI dei fondi pensione negoziali*

L'apertura dei fondi pensione negoziali verso i criteri SRI è sempre più manifesta. Dall'analisi dei bilanci 2016, dagli ultimi aggiornamenti delle note informative dei piani previdenziali di categoria, nonché dal contatto diretto con i fondi pensione stessi emerge che, per una serie di motivi tra cui la valenza sociale, l'orizzonte temporale di riferimento e la diversificazione del portafoglio, vi è una crescente attenzione verso le strategie legate alla sostenibilità, con una preferenza per le Esclusioni e l'Engagement. Ciascun fondo pensione, nell'ambito della gestione della propria asset allocation, sceglie se adottare l'investimento etico: tale approccio può essere trasversale alle diverse asset class o venire applicato su una specifica classe di attivo. Passando al modo in cui vengono realizzate le allocazioni, i fondi pensione effettuano i propri investimenti SRI in maniera diretta tramite l'allocazione in titoli mobiliari o immobiliari sulla base del rispetto dei criteri ESG. I principi SRI possono essere implementati sull'intero patrimonio del fondo pensione o sui singoli comparti: l'approccio parziale è quello prevalente. Dei 32

fondi associati ad Assofondipensione, 14 operatori previdenziali utilizzano un approccio SRI per tutto o parte dei propri investimenti, mentre i rimanenti 18 fondi pensione non adottano alcun criterio di tipo SRI.

#### *L'adozione di approcci SRI da parte dei fondi pensione negoziali*



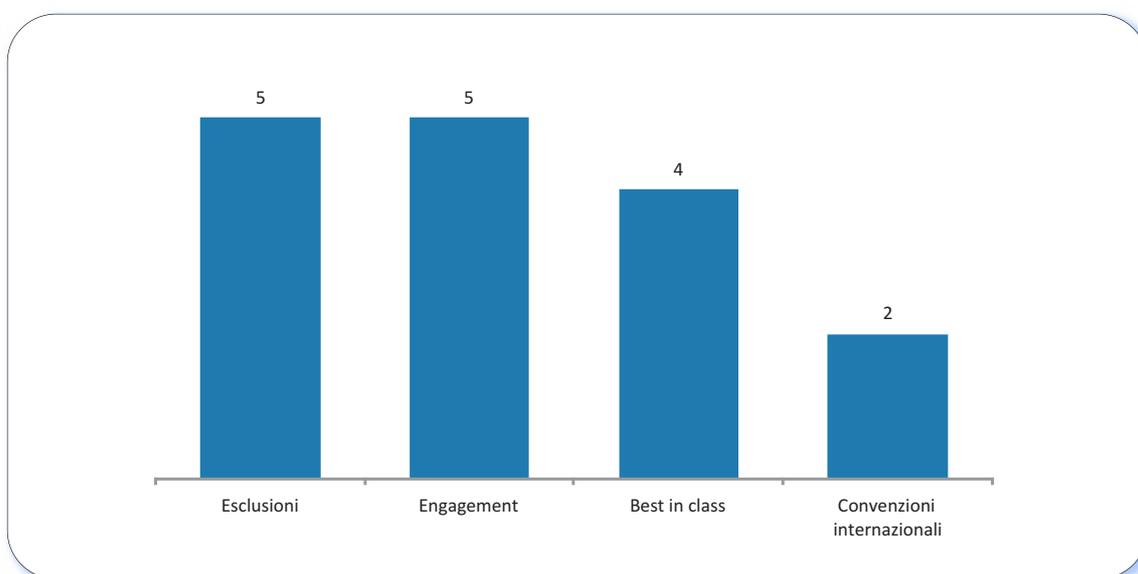
*Dati riferiti ai 32 fondi pensione negoziali soci Assofondipensione.  
Fonte: MondoInstitutional.*

La metà dei fondi (7 su 14) impiega benchmark specifici promossi da società che si occupano di investimenti SRI: in particolare, un fondo usa un benchmark SRI per tutti i comparti finanziari sia per gli investimenti azionari che per quelli obbligazionari, un fondo si serve di benchmark SRI azionari e obbligazionari per un solo comparto e, infine, 5 fondi hanno scelto di adottare il benchmark SRI solamente per la componente azionaria di uno o più comparti. A questi si aggiunge un fondo che ha creato un comparto "etico" il cui gestore finanziario adotta un approccio SRI.

A livello di strategie ESG, le Esclusioni e l'Engagement sono dominanti tra i piani pen-

sionistici, con 5 fondi negoziali che ne fanno uso. A seguire, gli approcci Best in class (4 i piani previdenziali che li utilizzano) e Convenzioni Internazionali (2 fondi ne fanno uso). Infine, non vi è alcun fondo pensione che adotta Investimenti tematici e Impact investing.

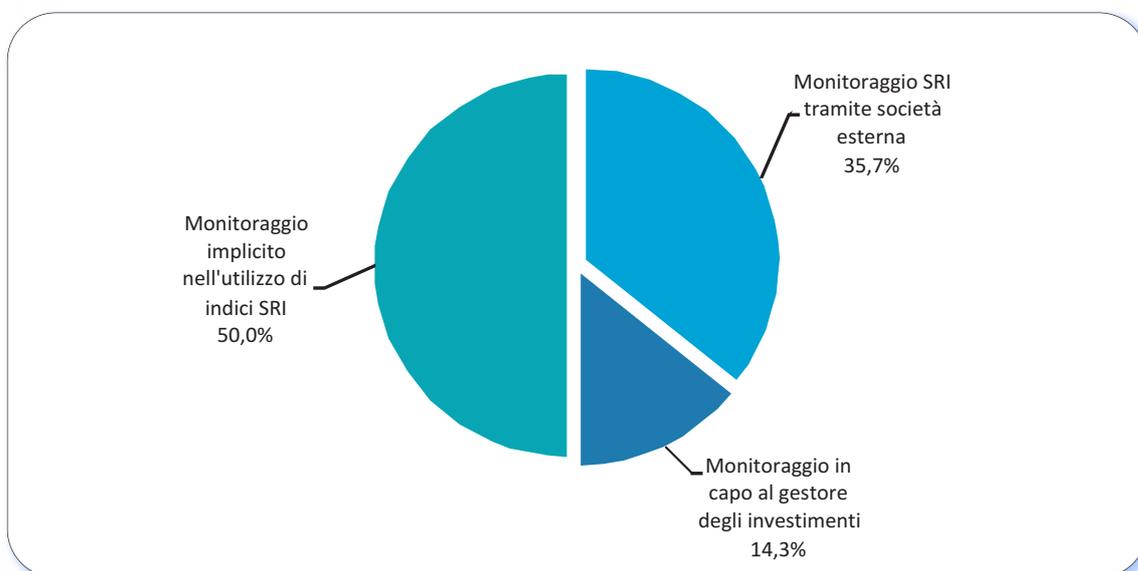
### *Gli approcci SRI utilizzati dai fondi pensione negoziali*



*Dati riferiti a 11 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione che hanno dichiarato l'approccio SRI utilizzato.  
Fonte: Mondoinstitutional.*

Per quanto riguarda il monitoraggio SRI dei portafogli, 5 operatori previdenziali effettuano il monitoraggio degli investimenti secondo criteri SRI avvalendosi di una società esterna, per 2 fondi il monitoraggio è fatto indirettamente perché in capo al gestore degli investimenti e, infine, per i 7 fondi che utilizzano benchmark SRI per parte degli investimenti, il monitoraggio è implicito e in capo al provider degli indici a cui i gestori finanziari devono fare riferimento.

### Le modalità adottate per il monitoraggio degli investimenti SRI



*Dati riferiti ai 14 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione che adottano un approccio SRI agli investimenti.  
Fonte: Mondoinstitutional.*

Nel dettaglio, come esempi di Esclusioni, i fondi pensione evitano gli investimenti in aziende produttrici di bombe cluster, mine antiuomo e armi nucleari, in società che realizzano test su animali, violano i diritti umani e recano danni ambientali, nel tabacco, nella pornografia, nell'alcol, nel gioco d'azzardo e, infine, nelle aziende che fanno uso di Ogm.

Per quanto riguarda le Convenzioni, i piani previdenziali prendono in considerazione società conformi all'Un Global Compact, rispettano le Convenzioni Ilo (Organizzazione Internazionale del Lavoro) e considerano la Convenzione sulla Diversità Biologica.

In relazione all'Engagement, infine, si sottolinea come la prima iniziativa di Engagement collettivo dei fondi pensione negoziali italiani, promossa dal Fondo Cometa con l'adesione complessiva di 13 fondi negoziali (per un patrimonio di oltre 20 miliardi di euro), ha coinvolto, nell'autunno del 2014, 40 banche mondiali sulle tematiche della sostenibilità ambientale e, in particolare, sul cambiamento climatico, con l'obiettivo di avviare

un'azione di dialogo e confronto per verificare l'approccio degli istituti di credito internazionali al climate change nelle politiche di finanziamento e stimolare l'adozione di comportamenti virtuosi.

Dopo tale iniziativa, 19 fondi pensione negoziali italiani capeggiati sempre dal Fondo Cometa, con l'adesione anche di alcuni fondi pensione preesistenti, Fondazioni di origine bancaria, Casse di previdenza privata e società del risparmio gestito (complessivamente sono stati coinvolti 32 investitori per un ammontare totale di patrimonio pari a 50 miliardi di euro), hanno poi dato vita nel 2015 a una seconda campagna, intitolata "Child Labour" sul tema del lavoro minorile e dei diritti dei minori avendo due obiettivi fondamentali: comprendere se e in che misura le aziende rispettano e supportano i diritti dell'infanzia nelle loro attività; far capire alle aziende l'interesse che gli investitori hanno su queste tematiche e i rischi che gli investitori vedono nella violazione dei diritti dei minori.

Si ricorda, infine, che due fondi pensione negoziali, Cometa dal 2010 e Pegaso dal 2014, adottano i Principi di Investimento Responsabile (PRI) nei processi decisionali di investimento.

I PRI sono un progetto del mondo della finanza, in collaborazione con l'Unep Fi e l'Un Global Compact presentato ufficialmente dall'ex Segretario delle Nazioni Unite, Kofi Annan, nell'aprile del 2006. I principi intendono assistere gli investitori istituzionali e le società fornitrici di servizi nella considerazione di tematiche ESG nei processi di investimento e nel dialogo con le entità in cui si investe. Gli investitori istituzionali che decidono di sottoscrivere i principi si impegnano a considerare i fattori ESG nelle proprie decisioni d'investimento e nel proprio azionariato attivo al fine di ridurre i rischi, migliorare i rendimenti finanziari e soddisfare le aspettative dei propri beneficiari e clienti.

### 4.3 – Le testimonianze di tre fondi pensione negoziali

#### FONDO COMETA

Fondo nazionale pensione complementare per i lavoratori dell'industria metalmeccanica, dell'installazione di impianti e dei settori affini

Da diversi anni il Fondo Cometa è impegnato a diffondere la cultura dell'investimento sostenibile: un'attività che il fondo porta avanti dal 2010, anno in cui, per primo tra i fondi negoziali in Italia, decise di adottare i Principi di Investimento Responsabile (PRI) promossi dall'ONU nei processi decisionali di investimento.

*“Il primo effetto dell’adesione ai Principles for Responsible Investment è stata nel 2012 la definizione delle Linee Guida all’Investimento Socialmente Responsabile, che contengono indicazioni sulle modalità operative utilizzate dal fondo per favorire l’attenzione ai temi ambientali, sociali e di corporate governance con riferimento alle imprese in cui investe”*, spiega **Maurizio Benetti, Presidente del Fondo Cometa**.

*“Abbiamo scelto la strategia dell’Engagement, e cioè il dialogo con le imprese, al fine di incoraggiare comportamenti virtuosi e sostenibili in materia di responsabilità sociale. In sostanza, a partire dal 2012 sottoponiamo il portafoglio finanziario di Cometa a un’analisi di responsabilità sociale annuale per verificare l’esposizione degli investimenti (azionari e obbligazionari corporate) a eventuali controversie sociali e ambientali gravi e individuare le imprese nei confronti delle quali iniziare un dialogo.*

*Noi consideriamo controversie gravi le violazioni dei diritti umani da parte dell’impresa, dei diritti dei lavoratori, i danni ambientali e la violazione dell’etica del business, quali la corruzione e le frodi”*.

Il Fondo Cometa, tra le altre iniziative volte alla tutela dei valori sociali e ambientali legati ai processi di investimento, ha aderito al Montreal Carbon Pledge.

*“La sensibilità nei confronti delle tematiche ambientali e la consapevolezza del rischio clima per un investitore ci ha portato ad aderire al PRI Montreal Carbon Pledge nel*

2015”, asserisce Benetti. *“L’adesione a tale iniziativa comporta per i sottoscrittori la misurazione e divulgazione del Carbon Footprint dei portafogli investiti. Pertanto, Cometa è stato il primo fondo pensione italiano a pubblicare il Carbon Footprint del proprio portafoglio di investimenti ogni anno sul bilancio annuale e in una sezione dedicata del proprio sito”.*

Per quanto riguarda l'Engagement, il Fondo Cometa ha assunto il ruolo di promotore nel promuovere le prime due iniziative di Engagement collettivo insieme ad altri investitori istituzionali: una con focus sul cambiamento climatico e l'altra sul tema del lavoro minorile.

*“Nel 2014 abbiamo organizzato un Engagement tramite Assofondipensione, coinvolgendo i fondi pensione negoziali”*, prosegue il Presidente del Fondo Cometa.

*“Abbiamo contattato 40 banche internazionali sul tema del climate change: volevamo capire in che misura le banche tenessero in considerazione l'impatto ambientale dei progetti, in fase di erogazione di finanziamenti o in fase di investimento. La maggior parte ha risposto e dimostrato una crescente consapevolezza e attenzione al tema, anche se restano margini di miglioramento nella comunicazione relativa alla loro esposizione ai settori a maggior impatto climatico e alle misure per ridurre o contenere tale esposizione”*, precisa il Presidente del fondo esprimendo piena soddisfazione per l'ottima riuscita dell'iniziativa.

*“Abbiamo familiarizzato con le tematiche ambientali e abbiamo aperto un dialogo con i colossi del credito. Ma il tema è troppo ampio per chiuderlo definitivamente: il climate change è più che mai attuale e le banche avranno sempre un ruolo fondamentale nell'orientare il mondo delle imprese verso un'economia più sostenibile. Questo Engagement rimane aperto per nuove domande”.*

Per quanto riguarda la campagna sui diritti dei minori nel mondo del lavoro, *“il biennio 2015/2016 ci ha visti impegnati in un'altra iniziativa che ha coinvolto più di 30 investitori (fondi pensione, casse previdenziali, fondazioni bancarie e società del risparmio gestito) e ispirandoci ai 10 Childrens' Rights emanati da Unicef, abbiamo chiesto a 43 imprese in che misura tenessero conto, nella loro attività, dell'impatto sui minori e quali eventuali misure correttive specifiche proponessero in caso di violazioni.*

*Non ci siamo limitati all'impatto creato dall'impresa sul territorio dove opera, ma anche dalla sua catena di fornitura, soprattutto se localizzata in Paesi in via di sviluppo. Anche in questo caso ha risposto la maggior parte delle imprese consultate, dimostrando consapevolezza e riportando una sintesi completa dell'impegno su questo fronte. Lo consideriamo un buon risultato, anche perché ci ha permesso di acquisire informazioni specifiche sulle imprese in portafoglio".*

La scelta dell'Engagement è una scelta paziente di dialogo con le imprese coinvolte: *"L'Engagement è un processo lungo e la sua efficacia va verificata nel tempo. Il successo, in queste condizioni, si misura attraverso le politiche e i processi adottati dalle imprese per rimediare o correggere il problema, su sollecitazione degli investitori",* asserisce Benetti, che poi continua: *"Siamo all'inizio della nostra esperienza di dialogo, ci vuole tempo. Tuttavia la qualità della risposta delle imprese sollecitate è un indicatore importante: se la risposta non convince perché non esaustiva, non circoscritta e solo rassicurante, noi insistiamo con il dialogo, chiedendo chiarimenti ed evidenze delle misure adottate".*

Il Presidente evidenzia come ad oggi Cometa non si sia avvalsa del disinvestimento. *"Riteniamo che solo il dialogo costruttivo possa influire sulle imprese e sui loro comportamenti; crediamo nell'efficacia dell'azione collettiva: fare sistema nei confronti delle imprese è la modalità più importante per promuovere un cambiamento".*

Sono numerosi i temi oggetto di Engagement: *"Come detto, attraverso le iniziative di Engagement già avviate ci siamo occupati del tema ambientale (quindi del climate change e dell'attenzione dedicata dalle banche) e di quello sociale (con riferimento ai diritti dei minori). Il 2018 potremmo dedicarlo alla corporate governance, ma sarà la cordata degli investitori a deciderlo".*

Nell'assegnazione dei mandati, oltre all'esperienza e alla competenza delle società nella gestione dei portafogli finanziari e previdenziali, il Fondo Cometa valuta anche l'attenzione alle tematiche della responsabilità e sostenibilità degli investimenti.

*"Nel corso del 2016, in occasione del rinnovo dei mandati di gestione, abbiamo introdotto la valutazione delle politiche e dei modelli SRI/ESG adottati nonché l'adesione ai PRI come criterio di selezione dei gestori. Siamo stati il primo fondo pensione negoziale*

*in Italia ad utilizzare questo criterio nella scelta dei nuovi mandati”, precisa Benetti. “Non abbiamo conferito mandati di gestione ESG. Tuttavia, in fase di analisi di portafoglio, noi monitoriamo il gestore, verificando il livello di responsabilità sociale delle sue scelte di investimento. Questo è particolarmente importante per quei gestori che si dichiarano al 100% socialmente responsabili e cioè che applicano i criteri ESG in tutti i mandati: con loro attiviamo un dialogo su specifiche scelte di portafoglio e chiediamo informazioni sulla loro modalità di integrazione degli aspetti ESG in fase di investimento. Questo momento di confronto rende tutti più consapevoli e informati”.*

Oltre all'Engagement, il Fondo Cometa si avvale anche di un approccio che prevede la selezione per Convenzioni internazionali e utilizza strategie di esclusione.

*“Nel 2015 abbiamo adottato una black list per le imprese coinvolte nel settore degli armamenti banditi dalle Convenzioni Internazionali ONU (bombe a grappolo e mine antiuomo)”, afferma Benetti. “Abbiamo utilizzato la lista in uso presso gli investitori olandesi, perché sul loro mercato è vietato investire in tali imprese da tempo. Anche in Italia stiamo arrivando a una legge che vieti l'investimento e il finanziamento dei produttori di armamenti controversi. Noi l'abbiamo anticipata”, continua il Presidente del fondo pensione precisando come “questa è l'unica esclusione che applichiamo al portafoglio di Cometa. Continueremo con l'analisi di portafoglio, l'Engagement e il monitoraggio dei gestori. Potremmo estendere il monitoraggio anche ai fondi Oicr, in modo da creare un dialogo con la casa di gestione qualora il fondo presentasse un profilo di responsabilità modesto.*

*Siamo solo all'inizio. Ma siamo convinti che il dovere fiduciario che abbiamo nei confronti della tutela del risparmio previdenziale venga rafforzato se consideriamo anche le tematiche ESG all'interno del portafoglio investito”.*

## FONDOPOSTE

Fondo nazionale pensione complementare per il personale non dirigente di Poste Italiane Spa

Fondoposte da tempo adotta criteri ambientali, sociali e di governance nelle proprie politiche d'investimento. *“Fondoposte, nella definizione della politica di investimento, si è da sempre posto l’obiettivo di integrare nella gestione finanziaria del patrimonio aspetti di sostenibilità ESG al fine di conseguire gli obiettivi attesi di rischio e rendimento tramite investimenti che, nel lungo periodo, siano in grado di minimizzare anche i rischi derivanti dalle sfide ambientali e sociali in atto”*, sottolinea **Vittorino Metta, Direttore Generale di Fondoposte**.

*“L’approccio SRI si basa sui seguenti principi: la selezione di gestori che integrano nel proprio processo di investimento valutazioni di tipo ESG; l’adozione di indici di sostenibilità come riferimento nella gestione degli investimenti azionari; il monitoraggio ESG del portafoglio; l’adesione alle iniziative di engagement promosse dall’associazione di categoria al fine di stimolare le società e le istituzioni a migliorare i comportamenti dal punto di vista socio ambientale e di governance”*.

Di recente, Fondoposte si è avvalso del supporto di un consulente specializzato per un’analisi di responsabilità sociale del portafoglio: *“In particolare, si è provveduto a valutare il modo in cui le società inserite nel portafoglio gestiscono i rischi e le opportunità legati ai fattori ESG attribuendo uno score a ogni singolo investimento e, quindi, al portafoglio nel suo complesso”*, spiega Metta, che poi puntualizza: *“Le risultanze dell’analisi hanno evidenziato uno score del portafoglio più elevato rispetto al mercato confermando, in modo tangibile, l’effetto delle scelte di sostenibilità operate dal fondo. Tuttavia sarebbe estremamente riduttivo limitarsi a questo risultato.*

*Il monitoraggio sistematico del portafoglio in chiave ESG ha consentito di approfondire l’esame di aspetti extra finanziari il cui impatto può essere potenzialmente rilevante sul risultato dell’investimento; nei casi in cui sono state rilevate potenziali criticità, il fondo ha avviato un confronto con i gestori per verificare le valutazioni di sostenibilità effettuate da questi ultimi nelle scelte di investimento. Riteniamo che ulteriori margini di miglio-*

*mento debbano essere ricercati nello sviluppo delle competenze interne del fondo nell'analisi delle tematiche ESG al fine di integrare ulteriormente l'approccio socialmente responsabile nel processo di investimento".*

Fondoposte utilizza un benchmark sostenibile per la parte azionaria: *"La scelta di adottare, da oltre dieci anni, un indice di sostenibilità come parametro di riferimento del portafoglio azionario è stata inizialmente motivata dalla esigenza di rappresentare, in modo concreto, l'impegno del fondo in un percorso finalizzato alla sostenibilità di lungo periodo degli investimenti",* rivela Metta.

*"I risultati ottenuti in questi anni sono stati positivi sia in termini finanziari che di sostenibilità; il vincolo di investire in titoli compresi nel paniere dell'indice di sostenibilità, ha consentito di limitare o addirittura evitare esposizioni in società coinvolte in gravi controversie e ha altresì rafforzato la scelta di perseguire nel lungo periodo l'obiettivo di sostenibilità finanziaria ambientale e sociale degli investimenti.*

*La scelta di utilizzare un benchmark sostenibile per la sola componente azionaria è stata motivata dalla considerazione che gli investimenti obbligazionari del fondo sono principalmente rappresentati da titoli governativi e che per questi ultimi è necessario acquisire ulteriori evidenze dell'impatto della valutazione dei rischi ESG di uno Stato sulle relative performance finanziarie e di sostenibilità. Il dibattito in materia è aperto e siamo impegnati a valutarne l'evoluzione".*

Metta evidenzia che Fondoposte gestisce il patrimonio tramite mandati di gestione di tipo bilanciato la cui componente azionaria ha come parametro di riferimento un indice di sostenibilità costruito secondo il criterio Best in class. *"L'indice in questione, il Dow Jones Sustainability Index (DJSI), individua, nell'ambito dell'universo investibile rappresentato dai titoli azionari globali, un paniere di azioni riferite alle migliori società, in termini ESG, nei relativi settori di attività.*

*Le evidenze acquisite dal fondo negli ultimi anni indicano che il ricorso al Best in class ha contribuito a selezionare le opportunità di investimento minimizzando i rischi finanziari e ESG".*

Fondoposte, inoltre, nel rispetto di precise linee guida, considera anche l'investimento in strategie SRI tematiche: *"Come accennato in precedenza, l'approccio SRI del fondo*

*è finalizzato a integrare nella propria politica di investimento valutazioni finanziarie ed extra/finanziarie, quali quelle di natura ESG, che consentano di raggiungere obiettivi di rendimento sostenibili nel lungo periodo.*

*Coerentemente con la missione del fondo, una determinata tipologia di investimento può essere realizzata solo se risponde a requisiti di diversificazione del rischio complessivo del patrimonio in gestione, di redditività attesa e di sostenibilità di lungo periodo.*

*Nella convinzione che tutti gli investimenti debbano ispirarsi ai principi di sostenibilità di lungo periodo, il fondo ha continuato a riflettere sulle modalità con le quali sviluppare l'integrazione delle valutazioni ESG nel processo di investimento al fine di individuare e gestire le principali sfide cui siamo chiamati a confrontarci nel lungo periodo quali ad esempio l'inquinamento globale, la lotta ai cambiamenti climatici, la gestione dell'invecchiamento della popolazione. In tale delineato contesto Fondoposte ha ritenuto di importanza strategica aderire al Forum per la finanza sostenibile per partecipare al confronto in atto tra investitori istituzionali ed attori del settore finanziario".*

Ma quali sono i principali vantaggi finanziari associati all'implementazione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento?

*"I risultati finanziari ottenuti negli ultimi anni sono positivi", commenta Metta. "Sulla base dei rendimenti storici si rileva che l'indice DJSI, negli ultimi dieci anni, ha conseguito un rendimento medio annuo superiore a quello dell'indice azionario globale MSCI ACWI Index. La selezione dei titoli azionari e delle obbligazioni corporate operata da gestori che integrano criteri ESG nel processo gestionale ha permesso, poi, di consolidare questo risultato.*

*Possiamo quindi ritenere che l'introduzione di criteri di sostenibilità ha consentito di coniugare positivamente gli obiettivi di rendimento e di sostenibilità".*

Passando all'affidamento dei mandati di gestione, *"la selezione di gestori finanziari che abbiano previsto l'inserimento di criteri di valutazione ESG costituisce un requisito fondamentale",* puntualizza il Direttore Generale.

*"Allo stato attuale tutti i mandati di gestione sono affidati a gestori che sono stati valutati sulla base delle loro capacità di selezionare gli investimenti considerando anche gli ele-*

*menti di valutazione ESG. Nel corso degli anni, inoltre, il fondo si è costantemente confrontato con i gestori per verificare lo sviluppo in atto nel settore con l'obiettivo di ottimizzare l'analisi dei rischi e delle opportunità di investimento, anche con riferimento alla gestione delle sfide socio/ambientali in atto.*

*Vorrei inoltre evidenziare il ruolo attivo della banca depositaria nello sviluppo dell'approccio del fondo all'investimento sostenibile e responsabile; la banca depositaria ha infatti ideato uno specifico strumento di analisi che, sulla base delle valutazioni ESG rese disponibili da diversi provider specializzati, potrà consentire un sistematico monitoraggio del patrimonio complessivo del fondo in ottica di sostenibilità".*

## FONDO PEGASO

Fondo Pensione Complementare a capitalizzazione e a contributo definito  
per i dipendenti delle imprese di servizi di pubblica utilità

Il Fondo Pegaso è tra gli investitori istituzionali italiani che hanno aderito ai Principi di Investimento Responsabile (PRI) promossi dall'ONU, una scelta avvenuta nel 2014.

*“L’adesione ai PRI ha costituito un passo importante nel rendere operativa la decisione di adottare un approccio ESG alla gestione degli investimenti del fondo pensione, dal momento che l’adozione di tali principi ha promosso la creazione di un network globale delle migliori pratiche adottate e adottabili in tale ambito”,* afferma **Andrea Mariani, Direttore Generale del Fondo Pegaso**, che poi spiega: *“L’adesione ai PRI comporta una necessaria spinta a progredire gradualmente nella consapevolezza e nell’applicazione dei principi ESG, adottando iniziative e misurandone gli effetti. Considerando la dimensione del fondo pensione, è importante poter apprendere da coloro che hanno maggiore esperienza sia dal lato della domanda, sia dal lato dell’offerta di gestione finanziaria istituzionale.*

*In qualche misura vorremmo riuscire ad arrampicarci sulle spalle dei giganti per vedere più lontano e in tal senso è opportuno interpretare la nostra associazione ai PRI (il secondo fondo pensione italiano dopo Cometa ad averlo fatto), al Carbon Disclosure Project e al Forum della Finanza Sostenibile”.*

Ma quali sono i benefici derivanti dall'adozione di investimenti socialmente responsabili, non solo sul lato degli impatti ambientali, sociali e di governance, ma anche da punto di vista finanziario per un fondo pensione?

*“Trovando il giusto equilibrio fra i fattori ESG e gli altri fattori, si ritiene che la gestione finanziaria del fondo pensione tragga pieno beneficio dall’adozione di investimenti socialmente responsabili, dal momento che tali aspetti stanno diventando sempre più centrali nella valutazione delle aziende e nella percezione delle persone”,* risponde Mariani.

*“Appare evidente come in un mondo dove l’informazione viaggia in modo più veloce e diffuso, i comportamenti che possono avere conseguenze negative sui fattori ESG*

*rischiano di danneggiare la reputazione e conseguentemente la valutazione delle aziende interessate, anche laddove non sembra emergere un danno nel breve periodo. La natura di investitori di lungo periodo del fondo pensione può permettere di investire sulla considerazione di questa tipologia di fattori, nella consapevolezza che contribuiranno in modo importante alla costruzione del valore per gli iscritti”.*

Il Fondo Pegaso ha quindi avviato gradualmente dal 2014 il suo percorso nell'adozione di politiche d'investimento socialmente responsabili.

*“La prima fase, corrispondente al periodo 2014/2017, è stata orientata a valutare tutte le componenti azionarie dei portafogli dal punto di vista ESG con il supporto del database di Sustainalytics e sulla base di tale analisi avviare un dialogo con i gestori per comprendere le loro valutazioni sulle aree più problematiche dei portafogli”.*

Nel bando pubblicato lo scorso 20 ottobre 2017, diretto ad affidare nove nuovi mandati per i comparti Bilanciato e Dinamico, il Fondo Pegaso precisa che *“l’inserimento nel processo di gestione di criteri ESG costituirà titolo preferenziale”.*

Vi è quindi la volontà di estendere gradualmente l'applicazione dei criteri ESG a tutti i mandati affidati?

*“Si ritiene che l’applicazione dei criteri ESG non possa essere limitata ad alcuni portafogli o classi di attività, dal momento che si rischierebbe un approccio schizofrenico che adotta due pesi e due misure all’interno dello stesso perimetro di riferimento”,* afferma Mariani.

*“Per questa ragione il fondo pensione sta adottando un percorso graduale di inserimento di tali fattori nella gestione, dal momento che è necessario individuare una modalità coerente con l’obiettivo di gestire al meglio i risparmi dei propri iscritti, valutando passo per passo le conseguenze dei cambiamenti introdotti.*

*Si ritiene che il prossimo passo sia quello di escludere, insieme ai gestori, gli emittenti e i titoli che abbiano valutazioni negative dal punto di vista ESG o situazioni particolarmente problematiche, mantenendo particolare attenzione a salvaguardare il profilo rischio/rendimento del mandato affidato in gestione.*

*Per questo motivo è importante valutare le competenze in tale ambito dei gestori, dal momento che il fondo pensione ritiene importante apprendere da coloro che hanno*

già effettuato importanti investimenti ed esperienze, al fine di creare una propria identità e una propria visione che possa nel tempo assumere maggiore autonomia”, sottolinea il Direttore di Fondo Pegaso.

Nel frattempo, nel corso degli ultimi anni, il fondo pensione per i dipendenti delle imprese di servizi di pubblica utilità ha anche attuato e partecipato a iniziative di Engagement.

“Le azioni di Engagement sono state senza dubbio una delle attività su cui si è maggiormente impegnato il fondo pensione e hanno seguito tre linee di sviluppo:

1) interlocuzioni dirette con le aziende presenti in portafoglio caratterizzate da basse valutazioni ESG o da particolari controversie: tali iniziative hanno riscosso pochi feedback, anche in ragione probabilmente della dimensione del fondo pensione;

2) adesione ad azioni di Engagement promosse dal fondo pensione Cometa e cui abbiamo aderito insieme ad altri investitori istituzionali italiani su diverse tematiche (climate change nel settore bancario e child labour): tali iniziative sono molto importanti per creare un senso di appartenenza e identità nel nostro settore di riferimento e hanno avuto una rilevante attenzione da parte delle società coinvolte e hanno attirato un’attenzione adeguata anche a livello mediatico;

3) adesione ad azioni di Engagement organizzate in ambito PRI su diverse tematiche, quali ad esempio quelli sui rischi derivanti dalle emissioni di metano nei settori energia e utility o sulla maggiore considerazione dei criteri ESG nell’ambito delle agenzie di credit rating: in tale ambito si ha la possibilità di partecipare e maturare esperienza con investitori molto esperti a livello internazionale”.



## *5. Le performance dei fondi pensione negoziali*

### *5.1 - L'analisi dei rendimenti 2017*

I fondi pensione negoziali, nel complesso, hanno terminato i primi sei mesi del 2017 con un rendimento medio del +0,9%, non lontano dal tasso di rivalutazione del Tfr che, per lo stesso periodo, è pari a +1,1%. Questo risultato è stato influenzato dall'andamento del mercato obbligazionario che nel primo semestre dell'anno, secondo il Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index, ha registrato una performance negativa dell'1%, invertendo la tendenza rialzista che perdurava ormai da anni. I rendimenti dei bond sono stati, infatti, condizionati dalla politica monetaria espansiva della Banca Centrale europea e le avvisaglie di una possibile riduzione degli acquisti dei Titoli di Stato hanno scatenato i primi nervosismi sul mercato, portando a un aumento dei rendimenti dei bond e una conseguente diminuzione dei prezzi. Per quanto riguarda il segmento azionario, invece, il mercato europeo è salito del 4,4% nei primi sei mesi del 2017, secondo l'MSCI Europe, favorito dal miglioramento dei fondamentali economici e dai tassi di interesse bassi.

**Il rendimento dei fondi pensione e del tasso di rivalutazione del Tfr**

	I° semestre 2017
Fondi pensione negoziali	0,9%
Rivalutazione del Tfr	1,1%

*I rendimenti sono al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva. Anche per il Tfr la rivalutazione è al netto dell'imposta sostitutiva. Fonte: Covip*

Focalizzandosi sui risultati realizzati dalle diverse linee di investimento dei fondi pensione negoziali, i comparti obbligazionari puri hanno registrato una performance di -0,5% nel primo semestre dell'anno, mentre quelli obbligazionari misti hanno ottenuto un rialzo dello 0,9%. I comparti garantiti hanno realizzato una performance di +0,2%. In rialzo anche i comparti bilanciati, con + 1,3%, e quelli azionari, con +2,7%, che si confermano al di sopra del tasso di rivalutazione del Tfr.

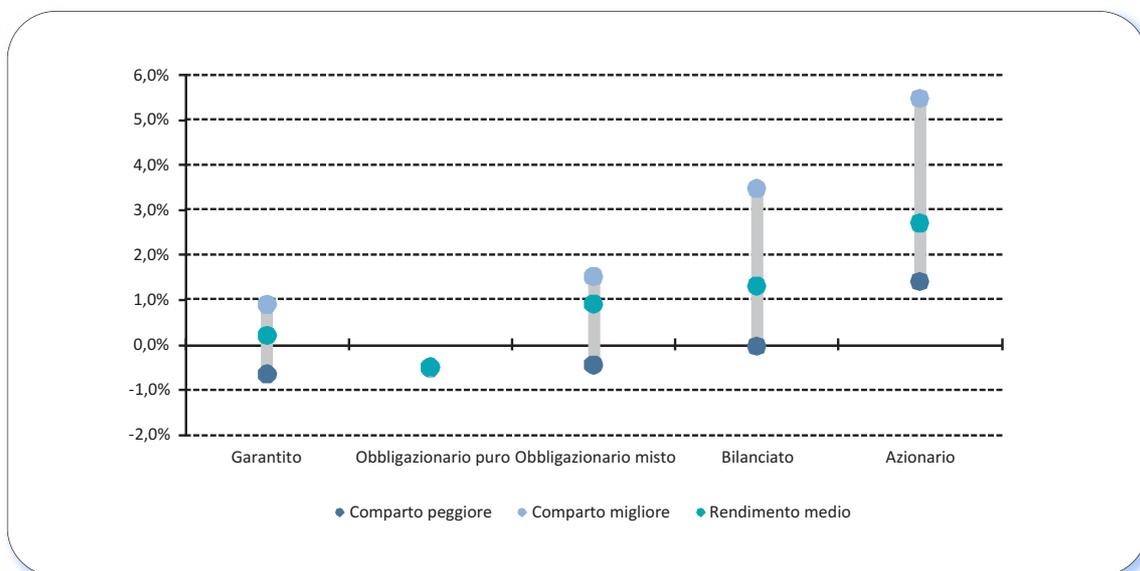
**I rendimenti dei comparti dei fondi pensione negoziali**

	I° semestre 2017
Garantito	0,2%
Obbligazionario puro	-0,5%
Obbligazionario misto	0,9%
Bilanciato	1,3%
Azionario	2,7%

*I rendimenti sono al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva. I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il valore della garanzia. Fonte: Covip*

Analizzando i singoli comparti dei 32 soci di Assofondipensione, si evince che su un totale di 97, 85 hanno realizzato performance positive e solamente 12 hanno concluso la prima metà del 2017 con un rendimento negativo. È, inoltre, possibile evidenziare il rendimento migliore e quello peggiore per ogni categoria nel primo semestre del 2017. All'interno dei 33 comparti garantiti, la miglior performance è stata di +0,89%, mentre la peggiore è pari a -0,66%. I 2 comparti obbligazionari puri si sono assestati sul medesimo risultato di -0,5%, mentre nella categoria dei 20 obbligazionari misti, il rendimento più elevato è stato di +1,51% e quello minore è stato di -0,45%. Fra i 29 comparti bilanciati, si passa da una performance di +3,47% a un risultato di -0,04%, mentre tra i 13 comparti azionari la dispersione è ancora maggiore, con il miglior rendimento pari a +5,47% e il minore pari a +1,40%.

**La dispersione dei rendimenti del primo semestre 2017 dei comparti dei fondi pensione negoziali divisi per tipologia**



*I dati fanno riferimento ai 97 comparti dei 32 fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione. Fonte: MondoInstitutional*

## 5.2 - L'analisi dei rendimenti di lungo periodo

È interessante fornire anche un'analisi del rendimento totale dei fondi pensione negoziali nel periodo compreso tra il 2008 e giugno 2017.

Analizzare il rendimento dei fondi pensione negoziali su un arco temporale esteso è importante, perché l'adesione alla previdenza complementare presuppone proprio un'ottica di investimento a lungo termine. In particolare, i fondi pensione hanno realizzato una performance di +36,5%, superiore a quella del tasso di rivalutazione del Tfr nello stesso periodo, pari a +22,5%. Focalizzando l'attenzione sui singoli comparti, i rendimenti totali sono stati i seguenti: per il comparto garantito +28,5%, per quello obbligazionario puro +12,8%, per quello obbligazionario misto +42,8%, per quello bilanciato +40,4% e, infine, per quello azionario +40,3%.

Si evince che solamente i comparti obbligazionari puri hanno realizzato una performance inferiore a quella del tasso di rivalutazione del Tfr nel medesimo arco temporale considerato, mentre per tutti gli altri il rendimento è stato nettamente superiore. In particolare, i comparti obbligazionari misti, bilanciati e azionari hanno registrato rendimenti superiori al 40%, pari quasi al doppio del tasso di rivalutazione del Tfr nello stesso periodo, a conferma del fatto che nel lungo termine è più conveniente aderire alla previdenza complementare, rispetto al mantenimento del Tfr in azienda.

*Il rendimento totale dei fondi pensione negoziali dal 2008 a giugno 2017*

<i>Fondi pensione negoziali</i>	<i>36,5%</i>
<i>Garantito</i>	<i>28,5%</i>
<i>Obbligazionario puro</i>	<i>12,8%</i>
<i>Obbligazionario misto</i>	<i>42,8%</i>
<i>Bilanciato</i>	<i>40,4%</i>
<i>Azionario</i>	<i>40,3%</i>
<i>Rivalutazione del Tfr</i>	<i>22,5%</i>

*I rendimenti sono al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva. I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il valore della garanzia. Fonte: elaborazione MondoInstitutional su dati Covip.*

Analizzando più nel dettaglio le performance dei fondi pensione negoziali degli ultimi dieci anni, si nota come il 2008 sia stato l'unico anno in cui si è registrato un rendimento complessivo negativo pari a -6,3%.

In piena crisi finanziaria, sono stati i comparti azionari e bilanciati a soffrire maggiormente, a causa del declino dei mercati equity, mentre già dall'anno successivo, la performance si è assestata a +8,5%.

Il tasso di rivalutazione del Tfr nel 2008 e nel 2009 è stato pari rispettivamente a +2,7% e +2%, superiore al rendimento dei fondi pensione negoziali nel primo caso e inferiore l'anno successivo. In rialzo anche il 2010, con una performance dei fondi pensione pari a +3%, superiore al tasso di rivalutazione del Tfr pari a +2,6%. Anche il 2011 non è stato un anno facile per i mercati finanziari europei, a seguito dell'inasprirsi della crisi dei debiti sovrani, che ha inevitabilmente influenzato le performance. Il 2011 è stato l'unico anno in cui i comparti garantiti hanno registrato un rendimento negativo pari a -0,5%, con sofferenze anche nei comparti bilanciati e azionari (rispettivamente -0,6% e -3%), mentre complessivamente i fondi pensione negoziali hanno ottenuto una performance di +0,1%, un valore inferiore al tasso di rivalutazione del Tfr che era pari a +3,5% nello stesso anno.

I rendimenti complessivi per gli anni successivi sono sempre stati positivi, con la performance più elevata raggiunta nel 2012 pari a +8,2%, favorita dal brillante andamento dei diversi comparti, che hanno tutti registrato rendimenti superiori a quelli del tasso di rivalutazione del Tfr del 2012.

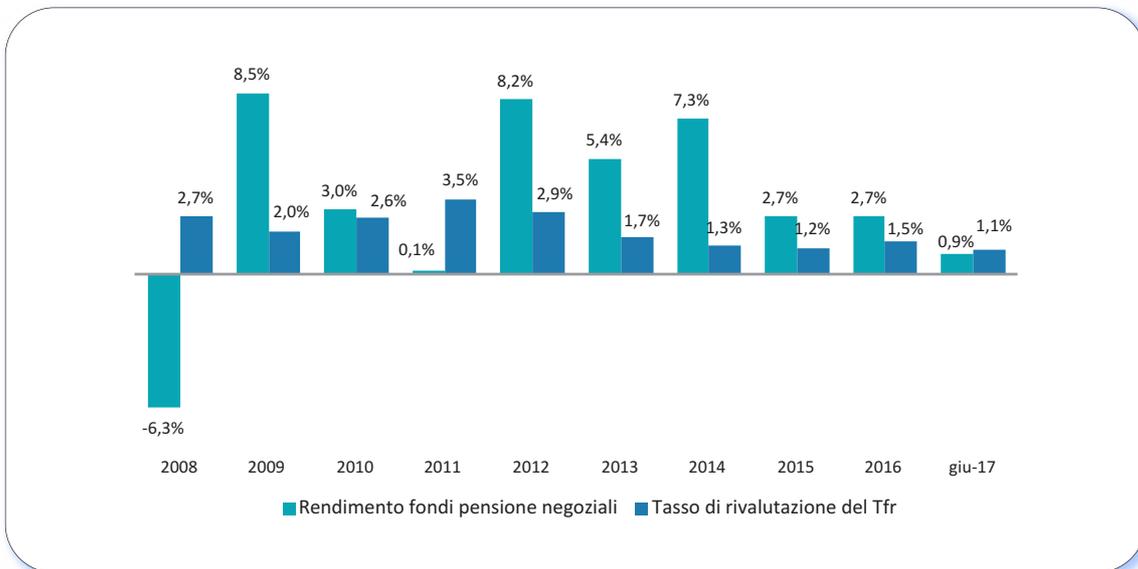
In particolare, i comparti garantiti hanno realizzato la miglior performance degli ultimi dieci anni, con un rialzo del +7,7%, risultato ottenuto grazie all'elevata esposizione verso i Titoli di Stato italiani che, nel corso del 2012, placate le tensioni relative al debito di Stato, hanno visto una rapida ascesa dei prezzi. Per completare il quadro, il risultato medio dei fondi pensione negoziali nel 2013 è stato pari a +5,4%, nel 2014 a +7,3%, nel 2015 e nel 2016 pari a +2,7%. Dal 2012 al 2016, il tasso di rivalutazione del Tfr si è mantenuto su livelli sempre inferiori rispetto al rendimento totale dei fondi pensione negoziali.

*I rendimenti dei fondi pensione negoziali negli ultimi 10 anni*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1° semestre 2017
<i>Fondi pensione negoziali</i>	-6,3%	8,5%	3,0%	0,1%	8,2%	5,4%	7,3%	2,7%	2,7%	0,9%
<i>Garantito</i>	3,1%	4,6%	0,2%	-0,5%	7,7%	3,1%	4,6%	1,9%	0,8%	0,2%
<i>Obbligazionario puro</i>	1,6%	2,9%	0,4%	1,7%	3,0%	1,2%	1,2%	0,5%	0,2%	-0,5%
<i>Obbligazionario misto</i>	-3,9%	8,1%	3,6%	1,1%	8,1%	5,0%	8,1%	2,7%	3,2%	0,9%
<i>Bilanciato</i>	-9,4%	10,4%	3,6%	-0,6%	9,2%	6,6%	8,5%	3,2%	3,2%	1,3%
<i>Azionario</i>	-24,5%	16,1%	6,2%	-3,0%	11,4%	12,8%	9,8%	5,0%	4,4%	2,7%
<i>Rivalutazione del Tfr</i>	2,7%	2,0%	2,6%	3,5%	2,9%	1,7%	1,3%	1,2%	1,5%	1,1%

*I rendimenti sono al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva. I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il valore della garanzia. Fonte: Covip*

*I rendimenti dei fondi pensione negoziali a confronto con il tasso di rivalutazione del Tfr*

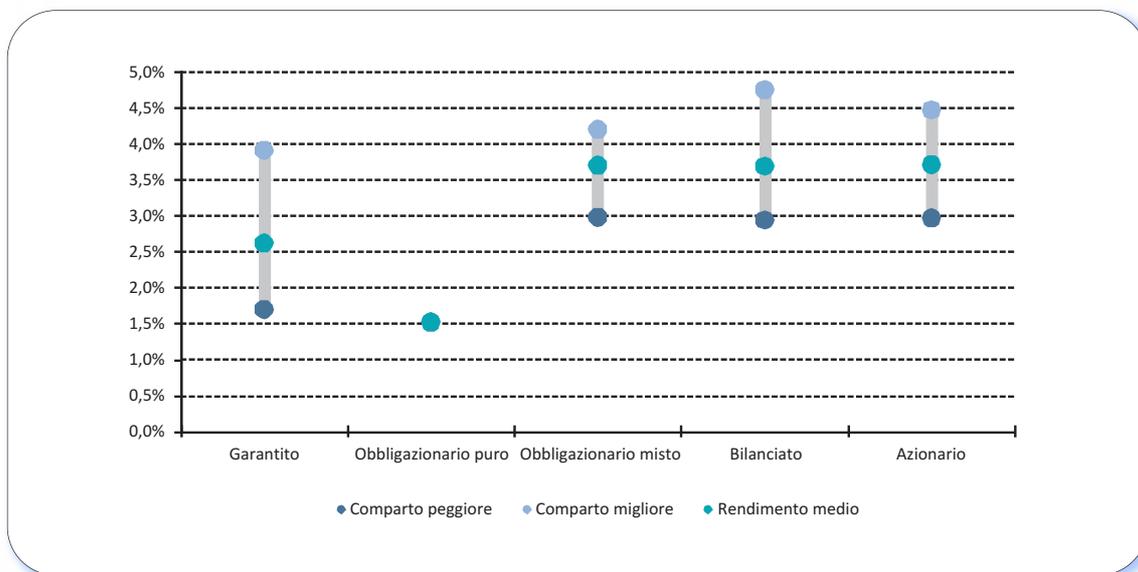


*I rendimenti sono al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva.  
Fonte: Covip*

Prendendo ora in considerazione i 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione, sono 49 i comparti con un track record degli ultimi 10 anni solari completi, per il periodo compreso tra il 2007 e il 2016. Dall'analisi effettuata è emerso che i suddetti comparti hanno conseguito tutti un rendimento positivo nell'arco temporale considerato. È, inoltre, possibile individuare il migliore e il peggior risultato per ogni linea di investimento. Tra i 6 comparti garantiti, la performance media annualizzata più elevata è stata del 3,91% e quella minore dell'1,70%.

Tra i 15 comparti obbligazionari misti, il best performer ha ottenuto un risultato di +4,20% e il peggior di +2,98%, mentre l'unico comparto obbligazionario puro attivo da almeno dieci anni ha registrato un rialzo medio annuo di +1,52%. Tra i 22 comparti bilanciati, il risultato più elevato è stato di +4,75% e quello minore di +2,94%, mentre tra le 5 linee di investimento azionarie, la migliore ha ottenuto un rendimento medio annualizzato di +4,47%, e la peggior di +2,97%.

*La dispersione dei rendimenti del periodo 2007-2016  
dei comparti dei fondi pensione negoziali divisi per tipologia*



*Dati riferiti ai rendimenti medi annui dei 49 comparti con un track record degli ultimi 10 anni solari completi, relativi ai 32 fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione. Fonte: Mondoinstitutional*

Per offrire un quadro ancora più preciso delle performance dei fondi pensione negoziali, si è considerato anche l'orizzonte temporale di 5 anni solari completi (dal 2012 al 2016). I fondi pensione negoziali hanno totalizzato una performance di +29,1%, nettamente superiore al tasso di rivalutazione del Tfr che, nello stesso arco temporale, è stato di +8,9%.

Le linee di investimento garantite hanno totalizzato un risultato di +19,3%, quelle obbligatorie miste del +30%, quelle bilanciate del +34,5% e quelle azionarie del +51,2%. Solamente l'unico comparto obbligazionario puro ha registrato un rendimento più contenuto (+6,2%), rispetto al tasso di rivalutazione del Tfr.

**Il rendimento totale dei fondi pensione negoziali dal 2012 al 2016**

<i>Fondi pensione negoziali</i>	29,1%
<i>Garantito</i>	19,3%
<i>Obbligazionario puro</i>	6,2%
<i>Obbligazionario misto</i>	30,0%
<i>Bilanciato</i>	34,5%
<i>Azionario</i>	51,2%
<i>Rivalutazione del Tfr</i>	8,9%

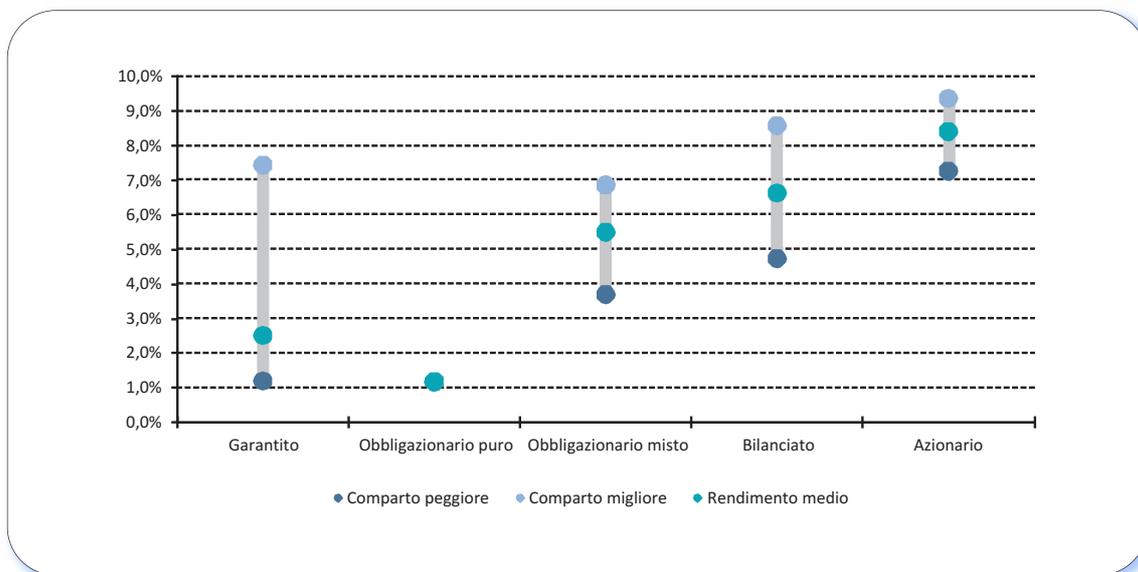
*I rendimenti sono al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva. I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il valore della garanzia. Fonte: elaborazione MondoInstitutional su dati Covip.*

Focalizzandosi ancora una volta sui soli 32 fondi pensione negoziali soci di Assofondipensione, e considerando un arco temporale di 5 anni (dal 2012 al 2016) che presenta un numero di linee di investimento attive pari a 89, si evince che anche in questo caso tutti i comparti hanno mostrato rendimenti positivi, favoriti da un andamento estremamente favorevole sia degli indici azionari che di quelli obbligazionari.

É, inoltre, possibile individuare quali sono stati i migliori e i peggiori risultati per ogni linea di investimento. I comparti garantiti (pari a 30) presentano la maggior dispersione dei rendimenti, con la miglior performance media annualizzata pari a +7,43% e la peggiore pari a +1,19%. Determinanti, in questo caso, le differenti scelte del benchmark di riferimento dei comparti da parte dei fondi pensione.

L'unico comparto obbligazionario puro presente ha registrato un rialzo di +1,17% su base annua, mentre nella categoria degli obbligazionari misti (pari a 19), il rendimento medio annualizzato più elevato è stato di +6,85% e quello minore è stato di +3,69%. Fra i 28 comparti bilanciati, si passa da una performance di +8,57% a un risultato di +4,73%, mentre tra gli 11 comparti azionari il maggior rendimento medio annuo è pari a +9,35% e il minore a +7,26%.

*La dispersione dei rendimenti del periodo 2012-2016  
dei comparti dei fondi pensioni negoziali per tipologia*



*Dati riferiti ai rendimenti medi annui degli 89 comparti con un track record degli ultimi 5 anni solari completi, relativi ai 32 fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione. Fonte: Mondoinstitutional*

## I rendimenti dei comparti dei fondi pensione negoziali

Fondo	Comparto	Categoria (1)	Rendimenti medi annui				
			1° semestre 2017	2016	3 anni (2014-2016)	5 anni (2012-2016)	10 anni (2007-2016)
Alifond	Bilanciato	Bilanciato	1,47%	3,70%	5,33%	5,83%	2,95%
Alifond	Garantito	Garantito	0,16%	1,05%	1,05%	1,33%	
Alifond	Dinamico	Azionario	2,00%	5,49%	7,33%	8,89%	
Arco	Bilanciato Prudente	Obbligazionario misto	0,60%	3,50%	4,93%	6,10%	3,39%
Arco	Garantito	Garantito	0,29%	0,54%	1,19%	1,98%	
Arco	Bilanciato Dinamico	Bilanciato	1,71%	5,53%	5,38%	7,67%	
Astri	Bilanciato	Bilanciato	0,45%	3,86%	5,45%	6,98%	4,75%
Astri	Garantito	Garantito	0,09%	0,51%	1,12%	1,62%	
Byblos	Bilanciato	Obbligazionario misto	0,51%	2,98%	5,23%	6,74%	3,63%
Byblos	Garantito	Garantito	-0,66%	1,64%	5,52%	6,64%	
Byblos	Dinamico	Bilanciato	1,40%	5,15%	5,82%	7,43%	
Cometa	Monetario Plus	Obbligazionario puro	-0,52%	0,17%	0,56%	1,17%	1,52%
Cometa	Sicurezza	Garantito	0,23%	1,19%	4,96%	7,43%	3,91%
Cometa	Reddito	Obbligazionario misto	0,43%	2,54%	4,22%	4,94%	3,56%
Cometa	Crescita	Bilanciato	2,23%	3,72%	4,27%	6,73%	3,36%
Cometa	Sicurezza 2015	Garantito	0,89%	0,48%			
Concreto	Bilanciato	Obbligazionario misto	0,46%	2,70%	3,74%	5,39%	3,65%
Concreto	Garantito	Garantito	0,22%	0,29%	0,76%	1,41%	
Cooperlavoro	Sicurezza	Garantito	0,68%	1,21%	1,56%	3,34%	2,68%
Cooperlavoro	Bilanciato	Obbligazionario misto	0,89%	3,65%	5,42%	6,30%	4,18%
Cooperlavoro	Dinamico	Azionario	1,40%	6,13%	6,67%	8,36%	4,47%
Eurofer	Bilanciato	Bilanciato	1,02%	3,68%	5,14%	5,54%	3,72%
Eurofer	Garantito	Garantito	0,02%	0,51%	1,11%	1,89%	
Eurofer	Dinamico	Azionario	2,19%	5,34%	6,95%	7,87%	
Filcoop	Bilanciato	Bilanciato	1,59%	0,55%	3,43%	5,34%	2,94%
Filcoop	Garantito	Garantito	-0,01%	0,39%	1,01%	1,85%	
Fon. Te.	Bilanciato	Bilanciato	0,95%	2,79%	3,88%	4,73%	3,47%
Fon. Te.	Garantito	Garantito	0,07%	1,05%	2,23%	3,00%	
Fon. Te.	Crescita	Bilanciato	1,37%	3,96%	5,56%	6,67%	
Fon. Te.	Dinamico	Azionario	2,93%	3,92%	6,81%	8,38%	

Fondo	Comparto	Categoria (1)	Rendimenti medi annui				
			1° semestre 2017	2016	3 anni (2014-2016)	5 anni (2012-2016)	10 anni (2007-2016)
Foncer	Bilanciato	Bilanciato	0,91%	2,48%	5,53%	6,45%	4,23%
Foncer	Garantito	Garantito	-0,07%	0,48%	0,71%	1,35%	
Foncer	Dinamico	Azionario	2,04%	5,14%	7,04%	8,47%	
Fonchim	Stabilità	Obbligazionario misto	1,32%	3,18%	4,31%	5,55%	3,18%
Fonchim	Crescita	Azionario	2,94%	4,35%	5,64%	8,09%	2,97%
Fonchim	Garantito	Garantito	0,10%	0,50%	0,89%	1,19%	
Fondaereo	Garantito	Garantito	0,12%	0,27%	0,90%		
Fondaereo	Prevalentemente Obbligazionario Protezione	Obbligazionario misto	-0,15%	3,91%	5,44%		
Fondaereo	Bilanciato/Equilibrio	Bilanciato	-0,04%	5,54%	6,41%		
Fondaereo	Prevalentemente Azionario Crescita	Azionario	1,90%	6,12%	8,01%		
Fondapi	Prudente	Obbligazionario misto	0,75%	4,19%	5,95%	6,25%	4,15%
Fondapi	Garanzia	Garantito	0,24%	1,48%	2,39%	2,99%	
Fondapi	Crescita	Azionario	1,75%	5,28%	7,54%	8,15%	
Fondenergia	Bilanciato	Bilanciato	1,60%	2,38%	4,79%	6,22%	3,69%
Fondenergia	Dinamico	Bilanciato	2,51%	2,49%	5,19%	7,30%	3,24%
Fondenergia	Garantito	Garantito	0,34%	0,37%	0,95%	1,79%	
Fondo Gomma Plastica	Conservativo Con Garanzia	Garantito	0,13%	0,46%	0,92%	1,79%	1,91%
Fondo Gomma Plastica	Bilanciato	Bilanciato	1,64%	3,74%	4,76%	6,20%	3,67%
Fondo Gomma Plastica	Dinamico	Bilanciato	3,47%	4,05%	6,40%	8,57%	3,98%
Fondo Scuola Espero	Crescita	Bilanciato	0,51%	3,16%	4,39%	5,33%	4,80%
Fondo Scuola Espero	Garanzia	Garantito	0,23%	0,28%	0,78%	2,16%	2,43%
Fondoposte	Bilanciato	Bilanciato	1,05%	3,08%	5,81%	4,97%	3,74%
Fondoposte	Garantito	Garantito	0,32%	0,83%	2,01%	2,52%	
Fopen	Bilanciato Obbligazionario	Obbligazionario misto	1,42%	3,08%	4,56%	5,68%	4,12%
Fopen	Bilanciato	Bilanciato	2,10%	3,69%	5,85%	7,21%	3,31%
Fopen	Prevalentemente Azionario	Azionario	3,17%	4,86%	7,16%	9,35%	3,46%
Fopen	Obbligazionario Garantito	Garantito	0,14%	0,41%	1,15%	2,39%	2,24%
Laborfonds	Linea Bilanciata	Bilanciato	1,51%	4,08%	6,06%	7,05%	4,08%
Laborfonds	Linea Garantita	Garantito	0,27%	0,46%	0,86%	1,58%	
Laborfonds	Linea Prudente - Etica	Obbligazionario misto	-0,45%	2,90%	6,34%	6,33%	
Laborfonds	Linea Dinamica	Bilanciato	3,46%	1,87%	5,17%	7,35%	
Mediafond	Comparto Garantito	Garantito	-0,32%	0,60%	1,40%	1,52%	
Mediafond	Comparto Azionario	Azionario	5,47%	3,14%	7,62%		
Mediafond	Comparto Obbligazionario	Obbligazionario puro	-0,51%	2,13%	3,96%		

## Le performance dei fondi pensione negoziali

Fondo	Comparto	Categoria (1)	Rendimenti medi annui				
			1° semestre 2017	2016	3 anni (2014-2016)	5 anni (2012-2016)	10 anni (2007-2016)
Pegaso	Bilanciato	Bilanciato	1,06%	3,46%	4,61%	6,19%	3,97%
Pegaso	Dinamico	Bilanciato	1,93%	3,73%	5,90%	7,30%	3,45%
Pegaso	Garantito	Garantito	0,10%	0,55%	0,95%	1,71%	
Perseo Sirio	Garanzia	Garantito	0,60%	1,19%	0,62%		
Prevaer	Linea Crescita	Bilanciato	0,50%	3,78%	5,21%	5,98%	3,91%
Prevaer	Linea Garantita	Garantito	0,27%	0,20%	0,84%	1,80%	
Prevaer	Linea Prudente	Obbligazionario misto	-0,19%	2,49%	3,96%	4,04%	
Prevaer	Linea Dinamica	Bilanciato	1,66%	5,10%	6,43%	7,75%	
Prevedi	Bilanciato	Bilanciato	0,41%	3,80%	6,04%	6,55%	3,74%
Prevedi	Sicurezza	Garantito	0,35%	0,70%	1,05%	1,72%	
Previambiente	Bilanciato	Obbligazionario misto	0,61%	3,15%	5,01%	6,01%	3,60%
Previambiente	Garantito	Garantito	0,37%	0,82%	1,24%	2,34%	
Previcooper	Sicuro	Garantito	0,67%	-0,23%	1,63%	3,75%	3,27%
Previcooper	Bilanciato	Obbligazionario misto	-0,17%	3,19%	5,77%	6,85%	4,20%
Previcooper	Dinamico	Azionario	1,97%	4,43%	6,35%	8,59%	3,56%
Previmoda	Smeraldo - Linea Bilanciata	Bilanciato	0,86%	3,57%	4,93%	6,56%	3,95%
Previmoda	Garantito	Garantito	0,73%	0,51%	1,82%	2,67%	
Previmoda	Zaffiro - Linea Bilanciata Prudente	Obbligazionario misto	0,59%	1,76%	3,14%	4,14%	
Previmoda	Rubino - Linea Bilanciata Dinamica	Azionario	2,16%	4,13%	6,83%	9,00%	
Priamo	Bilanciato Sviluppo	Bilanciato	2,33%	2,37%	5,30%	6,45%	3,77%
Priamo	Garantito Protezione	Garantito	0,30%	0,06%	1,35%	2,69%	
Priamo	Bilanciato Prudenza	Obbligazionario misto	1,27%	1,48%	4,29%	5,28%	
Quadri E Capi Fiat	Garantito	Garantito	0,32%	0,00%	0,85%	1,55%	1,70%
Quadri E Capi Fiat	Bilanciato Obbligazionario	Obbligazionario misto	0,60%	2,50%	4,41%	5,65%	3,92%
Quadri E Capi Fiat	Bilanciato Azionario	Bilanciato	1,83%	3,35%	6,17%	7,94%	3,58%
Solidarietà Veneto	Prudente	Obbligazionario misto	-0,07%	1,02%	3,09%	3,69%	3,26%
Solidarietà Veneto	Reddito	Obbligazionario misto	0,31%	1,94%	4,08%	4,86%	2,98%
Solidarietà Veneto	Dinamico	Azionario	1,74%	4,58%	5,09%	7,26%	4,07%
Solidarietà Veneto	Garantito Tfr	Garantito	0,15%	0,17%	3,53%	3,75%	
Telemaco	Conservativo (Blue)	Obbligazionario misto	0,71%	3,03%	3,97%	4,74%	3,82%
Telemaco	Prudente (Green)	Obbligazionario misto	1,51%	4,03%	4,35%	5,69%	3,81%
Telemaco	Bilanciato (Yellow)	Bilanciato	2,90%	5,38%	4,79%	7,06%	3,66%
Telemaco	Garantito (White)	Garantito	0,20%	1,22%	2,34%	3,25%	

(1) Categorie dei fondi a fine 2016, fonte Covip. Dati relativi ai 32 fondi pensione negoziali associati ad Assofondipensione.  
Fonte: Mondolnstitutional





## *6. Gli stress test europei sui fondi pensione negoziali italiani*

### *6.1 - L'importanza degli stress test*

#### *Il primo stress test realizzato nel 2015*

Il presente capitolo contiene un'analisi delle motivazioni che hanno spinto l'EIOPA a lanciare due stress test nel 2015 e nel 2017, le loro caratteristiche e una sintesi delle risposte fornite da 9 fondi pensione negoziali italiani.

Sulla scia degli stress test promossi, a partire dal 2010, dall'European Banking Authority (EBA) sul sistema bancario europeo, la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) ha lanciato nel 2015 il primo stress test per analizzare la capacità di resilienza dei fondi pensioni europei al verificarsi di uno shock negativo sui mercati finanziari. Allo studio, realizzato con i dati di bilancio a fine 2014, hanno partecipato i fondi pensione di 17 Paesi europei, con una prevalenza delle forme pensionistiche a prestazione definita rispetto a quelle a contribuzione definita.

I motivi che hanno spinto l'EIOPA a realizzare il primo stress test sono da ricercare nel fatto che, considerato l'elevato ammontare di investimenti che servono a coprire le passività di lungo termine, i fondi pensione risultano vulnerabili nel caso si verificasse contemporaneamente un crollo dei prezzi degli asset finanziari e un periodo prolungato di bassi tassi d'interesse. Inoltre, il settore è esposto al rischio di inflazione, in quanto la maggioranza degli Enti previdenziali elargisce pensioni che sono

collegate alla crescita dell'inflazione o dei salari.

Per la formulazione degli scenari negativi, EIOPA ha richiesto la collaborazione dell'European Systemic Risk Board (ESRB) che ha fornito due diverse ipotesi. Nella prima, il verificarsi di uno shock negativo dal lato della domanda provocava un forte calo dei titoli azionari dell'Unione Europea che in seguito si diffondeva sulle altre asset class e, allo stesso tempo, si assumeva che le obbligazioni governative non acquisissero lo status di "safe haven". Nel secondo scenario, invece, oltre a quanto già verificato nella prima ipotesi, seppure con un'entità inferiore, si aggiungeva il materializzarsi di rischi geopolitici, che portavano a uno shock dal lato dell'offerta sul mercato delle materie prime e al conseguente rialzo dei prezzi.

Dallo studio è emersa la varietà delle reazioni dei fondi pensione europei in risposta al verificarsi degli scenari avversi, con la maggioranza di essi che hanno rivelato l'intenzione di adottare una strategia di investimento passiva "buy and hold" per cui non avrebbero apportato modifiche al portafoglio per ribilanciarlo. Una percentuale minore di fondi pensione, invece, avrebbe optato per un aumento del livello di rischio del portafoglio in un'ottica anti ciclica, andando così a incrementare l'allocazione nei titoli azionari più duramente colpiti dallo shock (azioni) e a ridurre quelli obbligazionari che hanno registrato un calo inferiore. Infine, una quota ridotta di fondi pensione avrebbe ritenuto opportuno agire in modo pro ciclico, disinvestendo dal mercato azionario per aumentare la quota di bond in portafoglio.

### *Il secondo stress test realizzato nel 2017*

Con l'intenzione di mantenere un focus costante sulla capacità di resilienza dei fondi pensione europei, l'EIOPA ha deciso di effettuare nel 2017 un secondo stress test, ponendosi l'obiettivo di continuare a effettuarli su base biennale in alternanza con lo stress test sulle società assicurative. A differenza della precedente analisi, è stato previsto un solo scenario avverso, caratterizzato dalla contemporanea caduta dei prezzi degli asset finanziari e dei tassi d'interesse risk free, in cui vengono

considerati 257 fattori di rischio individuali allo scopo di coprire l'intero universo delle allocazioni dei fondi pensione europei. Inoltre, il secondo stress test è composto da una parte qualitativa in linea con quella del 2015 e una quantitativa in cui la novità è la mancanza di un tool di calcolo, e i calcoli devono essere condotti in autonomia sulla base delle indicazioni fornite dall'EIOPA.

Lo stress test del 2017 richiede di utilizzare i dati riferiti alla fine del 2016, tenendo in considerazione gli sviluppi finanziari e macroeconomici intercorsi dal primo stress test. La discesa dei tassi d'interesse e, in alcuni Paesi, la risalita dell'inflazione di break-even ha esercitato una pressione al rialzo sulle passività dei fondi pensione a prestazione definita, mentre la crescita dei prezzi di azioni e obbligazioni ha aumentato gli attivi di bilancio sia dei fondi a prestazione definita che di quelli a contribuzione definita. Inoltre, la nuova analisi considera le eventuali modifiche all'asset allocation e alle strategie di copertura effettuate dai fondi pensione nel corso degli ultimi due anni.

## *6.2 - I risultati degli stress test 2017 sui fondi pensione negoziali italiani*

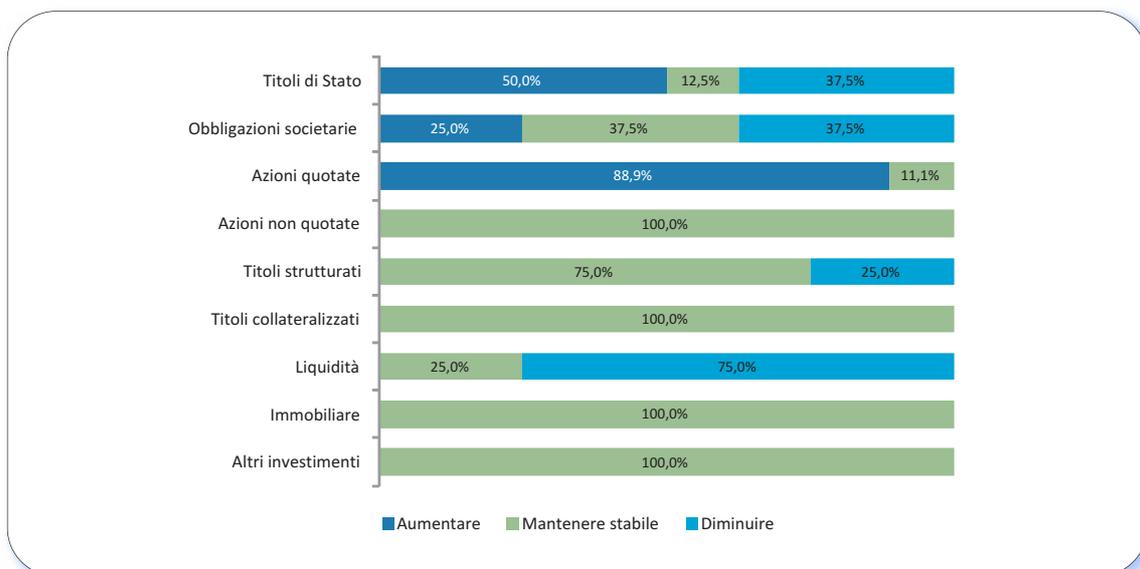
### *Gli effetti di breve termine al verificarsi dello scenario avverso*

L'analisi dell'EIOPA ha voluto tenere distinti gli effetti di breve periodo sulle modifiche di asset allocation dei fondi pensione, ovvero quelli messi in atto entro il primo anno dall'ipotetico shock negativo, da quelli di più lungo termine, che invece si materializzano nel corso dei quattro anni successivi al verificarsi dell'evento negativo.

Alla domanda sull'esistenza di un ribilanciamento automatico dell'allocazione all'interno dei 9 fondi pensione negoziali italiani, in 7 hanno risposto di non prevederlo mentre in 2 hanno rivelato di effettuarlo su base mensile. Guardando alle decisioni che effettuerebbero i diversi fondi pensione negoziali italiani nel caso si verificasse lo scenario avverso ipotizzato dalla ricerca dell'EIOPA, emerge in modo inequivocabile

la decisione di aumentare i titoli azionari quotati in portafoglio, selezionati dall'88,9% dei partecipanti all'indagine, con il restante 11,1% che opterebbe per lasciarne invariata l'allocazione. Risultati molto più contrastati, invece, si registrano sulle scelte che sarebbero attuate nel comparto obbligazionario. Infatti, se il 50% del campione aumenterebbe la quota di Titoli di Stato detenuta, il 37,5% di essi sostiene che ridurrebbe tale allocazione e il 12,5% che non effettuerebbe modifiche. Per quanto riguarda i corporate bond, il 25% dei fondi pensione negoziali italiani preferirebbe aumentarne il peso in portafoglio, il 37,5% di diminuirlo e un altro 37,5% che non ne varierebbe l'allocazione. Prevale la volontà di non intervenire sull'asset allocation né in aumento né in diminuzione su immobiliare, azioni non quotate, titoli collateralizzati, e altri investimenti. Infine, prevalgono le scelte di ridurre la quota di liquidità in portafoglio, con il 75% dei partecipanti all'indagine che sosterrrebbe di ridurla e il 25% di lasciarla invariata, mentre per quanto riguarda i titoli strutturati il 25% rivela che calerebbe gli investimenti nell'asset class e il 75% che non apporterebbe modifiche.

*Variazioni nell'asset allocation dovute agli effetti di breve termine dello scenario avverso*



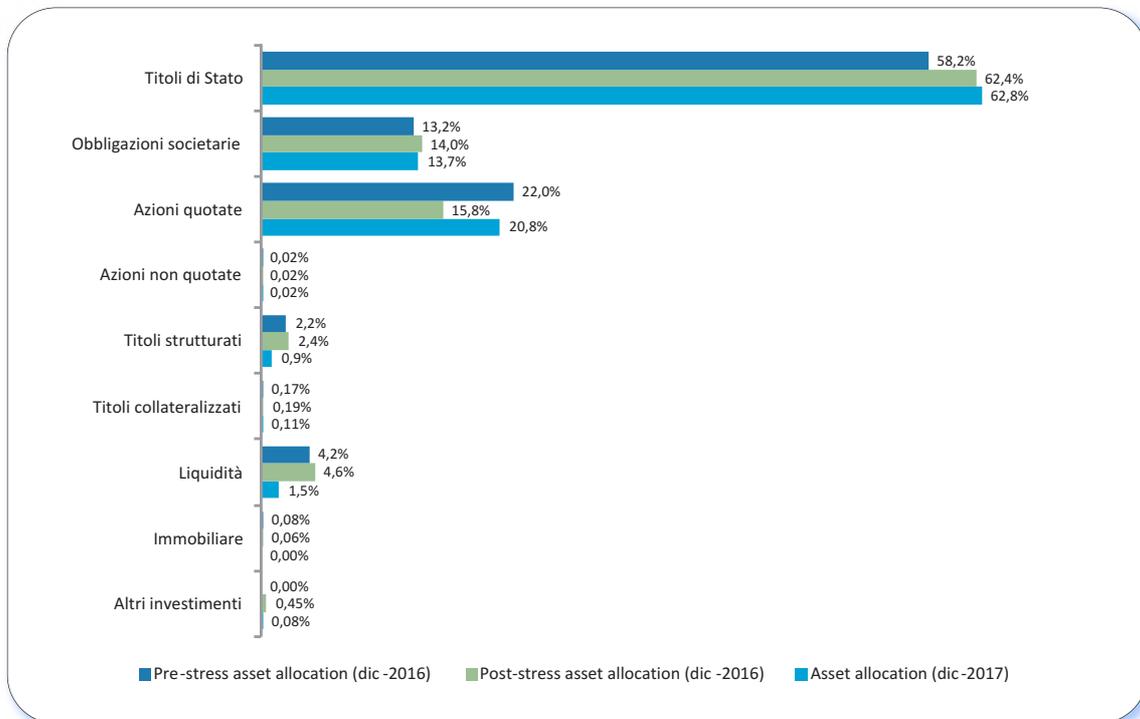
*Dati basati su un campione di 9 fondi pensione negoziali italiani che hanno partecipato allo stress test 2017 dell'EIOPA.  
Fonte: MondoInstitutional.*

Successivamente, lo stress test dell'EIOPA ha chiesto ai fondi pensione di fornire il dettaglio della loro asset allocation in tre diverse date: a fine 2016, a seguito del verificarsi dell'ipotetico evento avverso nel corso dell'anno e il dato finale del 2017 considerando l'eventuale ribilanciamento del portafoglio. Utilizzando una metodologia di calcolo equal weighted, quindi attribuendo lo stesso peso all'allocazione di ciascun fondo pensione italiano considerato nell'analisi, è emerso che il campione che ha partecipato all'indagine dell'EIOPA aveva a dicembre 2016 un'esposizione del 58,2% all'obbligazionario governativo, del 22% all'azionario quotato, del 13,2% ai corporate bond, del 4,2% alla liquidità e del 2,2% ai titoli strutturati.

Lo shock simulato dallo stress test produrrebbe una forte modifica nell'allocazione dei fondi pensione negoziali italiani, con i titoli azionari quotati che vedrebbero la loro quota scendere al 15,8%, con un calo di oltre il 6%. All'opposto, aumenterebbe significativamente il peso in portafoglio dei Titoli di Stato, che salirebbero al 62,4% con una crescita del 4%, mentre registrerebbero incrementi più modesti le allocazioni in obbligazioni societarie, titoli strutturati e liquidità.

Gli effetti del ribilanciamento successivo sarebbero senza dubbio evidenti, con l'allocazione in azioni che risalirebbe al 20,8% e quella in bond governativi che crescerebbe ulteriormente, seppur in modo marginale, al 62,8%. Questi due incrementi sarebbero compensati dalla riduzione delle quote in obbligazioni corporate, titoli strutturati e, soprattutto, liquidità, con quest'ultima che calerebbe poco più del 3% per assestarsi all'1,5% del portafoglio.

*La variazione nell'asset allocation post-stress e il successivo ribilanciamento*



*Dati basati su un campione di 9 fondi pensione negoziali italiani che hanno partecipato allo stress test 2017 dell'EIOPA.  
Fonte: Mondoinstitutional.*

*Gli effetti di lungo termine al verificarsi dello scenario avverso*

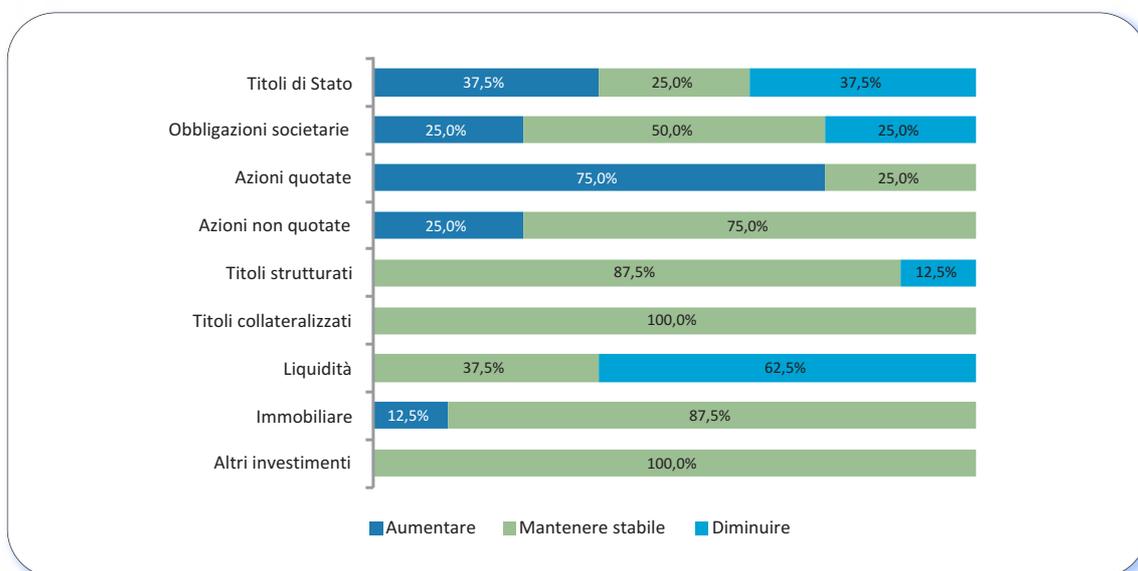
La seconda simulazione richiesta dall'EIOPA sulle scelte di asset allocation dei fondi pensione riguarda gli effetti che avrebbe prodotto il verificarsi dello scenario avverso combinato al successivo protrarsi di un contesto di tassi d'interesse bassi per diversi anni.

Innanzitutto, 8 fondi pensione negoziali italiani su 9 hanno specificato che se ciò si verificasse deciderebbero di correggere la propria strategia di investimento, nell'ottica di adattarsi alle sfide del difficile contesto di mercato ipotizzato nello stress test. Tra le possibili soluzioni non riscuote molto consenso l'aumento della duration

del portafoglio, con solamente un partecipante all'indagine che rivela che valutebbe tale opzione, anche perché la duration media dei titoli nel portafoglio dei 9 fondi pensione negoziali italiani, a fine 2016, era pari a 4,61 nel comparto governativo e a 4,63 in quello dei corporate bond.

Anche in questo caso i fondi pensione negoziali italiani rivelano di guardare all'azionario quotato come principale asset class su cui aumentare l'esposizione, segnalato dal 75% del campione, seguito dai titoli azionari non quotati che acquisirebbero spazio nel portafoglio per il 25% dei partecipanti all'indagine (in entrambi i casi le percentuali rimanenti fanno riferimento a decisioni di lasciare inalterata l'allocazione). Come già sottolineato nell'analisi degli effetti di breve termine al verificarsi dello scenario avverso, le decisioni riguardo all'allocazione obbligazionaria registrano una divergenza tra i vari fondi pensione negoziali italiani. Nel comparto dei Titoli di Stato, si riscontra la stessa percentuale, pari al 37,5%, tra coloro che vorrebbero aumentare e quelli che invece propenderebbero per diminuire il peso di questa asset class. Stesso discorso per quanto riguarda le obbligazioni societarie, con il 25% del campione che rivela l'intenzione di fare salire tale esposizione e un altro 25% che, invece, sostiene di prevederne una diminuzione. Sebbene prevalgano nettamente le scelte di non modificare l'esposizione immobiliare, evidenziata dall'87,5% dei fondi pensione negoziali italiani che hanno partecipato allo stress test dell'EIOPA, si registra un 12,5% che manifesterebbe la volontà di incrementare la quota al mercato del real estate.

*Variazioni nell'asset allocation dovute agli effetti di lungo termine dello scenario avverso*



*Dati basati su un campione di 8 fondi pensione negoziali italiani che hanno partecipato allo stress test 2017 dell'EIOPA.  
Fonte: Mondoinstitutional.*

*L'esempio dello shock del 2008 come ipotesi di scenario avverso*

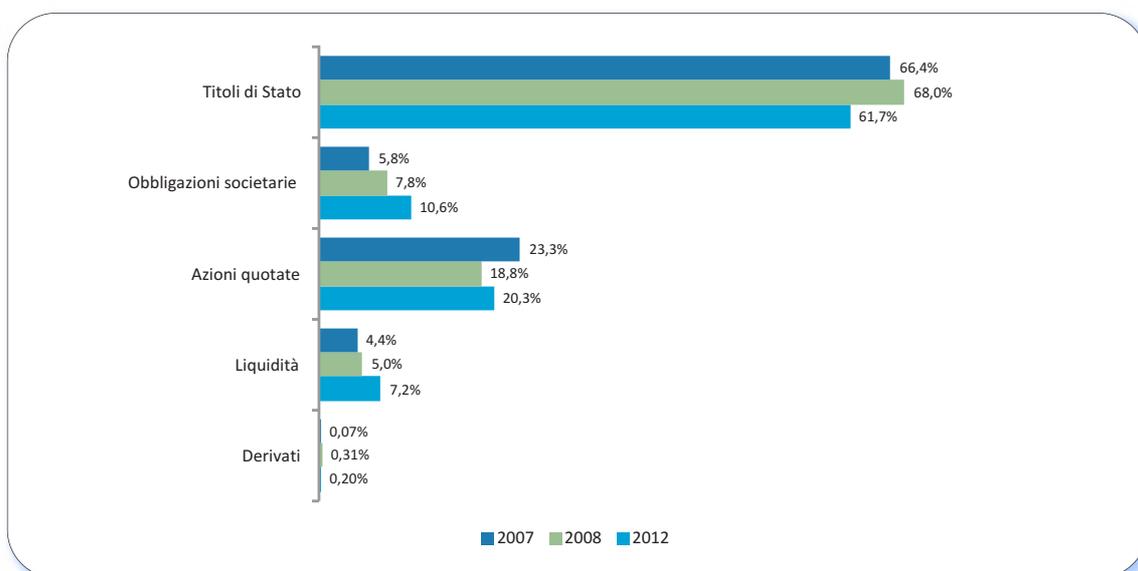
Un altro aspetto su cui si è soffermato lo stress test è stato quello di valutare come si siano comportati i fondi pensione in occasione della crisi finanziaria del 2008 e negli anni successivi.

L'analisi dell'asset allocation di fine 2007 a confronto con quella registrata a dicembre 2008 mostra un calo della componente azionaria circa del 5%, passata dal 23,3% al 18,8% del portafoglio dei fondi pensione negoziali italiani che hanno partecipato all'analisi dell'EIOPA. All'opposto, l'allocatione in obbligazioni sale quasi del 4%, dal 72,2% al 75,9%, mentre la liquidità cresce dello 0,6%, dal 4,4% al 5%. Tale risultato si avvicina molto agli effetti prodotti dallo scenario di mercato avverso ipotizzati dallo stress test 2017, in cui la quota di azioni in portafoglio era calata del 6%, quella in obbligazioni aumentata del 5% e la liquidità incrementata

dello 0,4%.

Guardando i dati a fine 2012, la quota destinata all'azionario è tornata a salire al 20,3%, una percentuale tuttavia ancora inferiore rispetto al livello di dicembre 2007, mentre l'esposizione all'obbligazionario è calata del 3,6% se confrontata con quella di fine 2008, perché alla contrazione dell'allocazione in Titoli di Stato di oltre il 6% ha fatto seguito un aumento di quella in obbligazioni societarie pari a quasi il 3%.

*L'evoluzione dell'asset allocation dei fondi pensione negoziali italiani*



*Dati basati su un campione di 9 fondi pensione negoziali italiani che hanno partecipato allo stress test 2017 dell'EIOPA.  
Fonte: Mondoinstitutional.*

