

I capitali previdenziali e la crescita

di Nicola C. Salerno

I commi 92-94 della Legge di Stabilità 2015 (cfr. in appendice) dedicati al trattamento fiscale delle forme di previdenza complementare si muovono su un crinale difficile e rischioso. Se ne comprendono la ratio e le finalità, ma anche i possibili effetti distorsivi. Forse sarebbe stato utile sondare meglio possibili alternative.

Se si escludono le riserve matematiche tenute presso imprese di assicurazione dai fondi pensione preesistenti, a fine 2013 il totale del patrimonio ascrivibile alla previdenza complementare raggiunge gli 87 miliardi di Euro (dati Covip, 2014). Oltre la metà, 50,1%, è investito in titoli di Stato, per la maggior parte italiani (27,5%). Solo il 16,1% è investito direttamente in titoli di capitale (azioni), percentuale che scende allo 0,8 per i titoli di capitale italiani. Il 12,6% è in quote di OICR. Sul totale dell'attivo, il 30% è investito in strumenti di emittenti italiani, e questa quota è costituita quasi integralmente da titoli di Stato. Altre due caratteristiche patrimoniali sono una *duration* relativamente bassa dei titoli di debito e un tasso di rotazione (*turnover* del capitale investito) alto anche se in diminuzione negli ultimi anni. Guardando ai dati di flusso, nel 2013 oltre 12 miliardi di Euro di contributi sono affluiti alla previdenza complementare, di cui circa 5 miliardi provenienti dagli accantonamenti al Tfr. Su un *home bias* che vale il 30% dell'attivo patrimoniale, solo risorse minime sono investite in titoli azionari italiani e in titoli di debito di emittenti italiani diversi dallo Stato.

Con questi dati sullo sfondo, si comprende l'intento del Legislatore. La fiscalità di favore per la fase di accumulazione, con imposta sostitutiva dell'11%, viene confermata solo per investimenti <qualificati>, mentre per gli altri l'aliquota sale al 20%. Si cerca di creare incentivi a canalizzare le risorse verso investimenti a medio-lungo termine e, soprattutto, investimenti capaci di stimolare crescita in Italia, investimenti sull'Italia. Nella lista che il Ministro dell'Economia e delle Finanze è chiamato a stilare ci si aspetta di trovare, come categorie <qualificate>, gli emittenti nazionali, anche suddivisi in subcategorie preferenziali, o i titoli di Stato italiani con lunghe scadenze, o altre scelte di investimento che permettano afflussi di capitali consistenti e stabili a favore di entità e progetti con ricadute economiche a livello Paese, in primo luogo realizzazione di infrastrutture.

Il crinale è difficile e rischioso - si diceva in apertura - perché gli strumenti di previdenza complementare (fondi pensione *in primis*) dovrebbero avere come unico scopo istituzionale la massimizzazione, a favore degli iscritti, dell'accumulazione dei benefici su orizzonti lunghi, quelli delle carriere lavorative (35-40 anni o più). Inserire un differenziale di trattamento fiscale così ampio, di 9 p.p., per orientare la politica di investimento, può distorcere le scelte:

- Indurre a *short - terminism*. C'è subito il vantaggio fiscale, l'analisi di redditività intrinseca a medio-lungo orizzonte diventa meno importante (se ciò accadesse, sarebbe una eterogenesi dei fini rispetto alle intenzioni di allungare la "pazienza" e i tempi degli investimenti);
- Rallentare eccessivamente gli aggiustamenti di portafoglio (i vantaggi fiscali coprono o compensano modifiche nella redditività intrinseca attesa dagli investimenti, e le reazioni dell'asset allocation diventano meno urgenti);
- Generare eccessiva concentrazione di portafoglio rispetto a quella ottimale in assenza di distorsione fiscale, sia sul Paese che sulla singola categoria di emittenti (*home bias* e *issuer bias* troppo alti).

Ma, al di là delle distorsioni nell'*asset allocation*, sono anche altri i dubbi che i commi 92-94 fanno sorgere:

- Se tutti i Partner europei optassero per la stessa soluzione (incentivare l'*home bias*), potrebbe partire una "competizione fiscale" per fare protezionismo sui capitali previdenziali. Si attiverebbe una tendenza opposta a quella su cui l'Europa si sta sforzando di lavorare da tempo, per promuovere grandi investimenti di scala paneuropea facendo collaborare le capacità finanziarie dei Paesi Membri. Si deve evitare che la crisi possa darci in lascito un effetto di ritorno al protezionismo sui mercati dei capitali;
- La differenza impositiva di 9 p.p. su 20 è ampia (quasi la metà). Davvero si può parlare, di fronte a un incentivo di questa portata, di scelte di investimento che restano volontarie e indipendenti?;
- Se è vero che nell'immediato la fiscalità più favorevole potrà esser riconosciuta solo nei limiti di una *tax expenditure* di 80 milioni all'anno a decorrere dal 2016, questo tetto induce a chiedersi come saranno individuati i singoli investimenti che avranno accesso all'aliquota dell'11% nel caso gli 80 milioni risultino insufficienti. Un problema che si ripeterà negli anni;
- Più in generale, il tetto degli 80 milioni di Euro, con la corrispondente previsione di stanziamenti annuali a copertura della *tax expenditure*, introduce un fattore di incertezza destinato a pesare sulle scelte di portafoglio: *L'imposizione a fine anno sarà dell'11% o del 20%?*. Un trattamento fiscale di favore, per essere tale, deve essere accordato con certezza, non sino a esaurimento disponibilità di bilancio;
- In un'ottica macroeconomica, il multipillar è vantaggioso se il pilastro privato ad accumulazione reale va alla ricerca delle sue fonti di finanziamento in investimenti che generano dei ritorni veri, nel senso che il loro rendimento corrisponde a una produzione di valore aggiunto effettivamente compiuta e una crescita economica effettivamente realizzata. Se una quota troppo ampia del rendimento dei capitali previdenziali viene dal favore fiscale, cioè dalla *tax expenditure* che a sua volta è resa possibile dalla fiscalità generale ovvero dal

PayGo, il pilastro privato ad accumulazione reale viene “ibridato” con caratteristiche del primo pilastro pubblico;

- Quanto sostenuto nella precedente alinea ha, tra le varie conseguenze logiche, anche quella che, con l’obiettivo di massimizzare l’accumulazione di lungo termine, gli strumenti di previdenza complementare debbano avere un orizzonte di investimento globale, per cogliere tutte le opportunità guardando anche a Paesi in fase di sviluppo e con demografia più giovane. Un incentivo fiscale ampio e forte all’*home bias* può distogliere dall’obiettivo;
- Tra l’altro, un differenziale fiscale così ampio a favore di investimenti di interesse nazionale, per giunta applicato su una base fiscale già molto vantaggiosa (ancorché non priva di aspetti controversi¹), potrebbe configurarsi anche come aiuto di Stato tramite l’emissione di debito pubblico implicito. Se questo profilo giuridico sarà o meno coinvolto dipenderà anche da come il Ministero dell’Economia e delle Finanze compilerà la lista delle categorie di investimento <qualificato>. Il Ministero dovrà prestare attenzione per non aggiungere questo fattore di incertezza normativa;
- Se la disponibilità a investire direttamente in titoli di debito e di capitale di soggetti imprenditoriali italiani è stata, sinora, così fievole (*cfr.* prima tavola di fonte Covip), delle ragioni devono pur esserci. Forse l’elevata quota di titoli di Stato italiani (il 27,5% dell’attivo patrimoniale a fine 2013) è stata compensata con un disimpegno dai titoli di debito e di capitale di altri emittenti italiani. Nel complesso i titoli di capitale direttamente posseduti dalle forme di previdenza complementare non sono una quota irrilevante del patrimonio, valendo oltre il 16%; è la proporzione di emittenti italiani a essere di fatto trascurabile (0,8% dell’attivo patrimoniale). Forzare troppo la leva fiscale per superare questa apparente “ritrosia” verso titoli di debito e di capitale di emittenti privati italiani potrebbe nascondere insidie, in primo luogo la sottovalutazione, da parte del Legislatore prima ancora che degli operatori di mercato, dei fattori che hanno sinora inciso sulle scelte di portafoglio;
- È vero che probabilmente questi aspetti negativi resterebbero all’inizio solo sullo sfondo in virtù dei controvalori tutto sommato limitati coinvolti dai commi 92-94²; tuttavia, quando si interviene su tematiche previdenziali, è necessario guardare sempre al lungo periodo e alle dinamiche e alle proporzioni che si accumulano nel tempo;
- Da ultimo, non si può negare che, accettando una distinzione così marcata a favore di investimenti di interesse nazionale col “bollino” del Ministero dell’Economia e delle Finanze, si crei una linea di collegamento tra politica previdenziale e politica industriale lungo la quale corrono inevitabilmente

¹ Premia di più i redditi alti (come avviene nei casi di deducibilità dal reddito). Concentra una eccessiva quota delle agevolazioni nella fase di accesso ai benefici, quando capitale e rendita sono di fatto trattati alla stessa maniera, sottratti alla progressività Ire, assoggettati a un’aliquota del 15% o, per le storie contributive lunghe, anche inferiore (sino al 9%).

² L’aliquota agevolata si applicherebbe al risultato netto maturato, a condizione che l’intero ammontare venga (re)investito secondo la lista pubblicata dal Ministero. Questa disposizione vale come tetto massimo agli investimenti che possono accedere alla agevolazione massima. Infine, c’è il limite massimo di *tax expenditure* di 80 milioni di Euro.

relazioni tra operatori di mercato e Istituzioni. *Se la risposta degli operatori all'invito a investire non arriverà, che cosa succederà? La lista ministeriale verrà aggiornata e, se sì, come e quando? Se i ritorni degli investimenti <qualificati> non dovessero essere all'altezza o dovessero tardare ad arrivare, il Legislatore (e la fiscalità generale alle sue spalle) si potrebbe sentire in qualche maniera responsabilizzato a intervenire?* Si apre un quadro che va tenuto costantemente sotto controllo per garantire, soprattutto in un Paese piccolo e non completamente "allenato" alle regole del mercato, l'indipendenza dei ruoli e delle funzioni.

Tre le alternative di cui si poteva (ancora si potrebbe) sondare meglio la percorribilità, se ne elencano tre, di cui la prima relativamente più facile a realizzarsi, le seconde, implicando un più forte coordinamento europeo, necessariamente più complesse:

1. La stimolazione degli investimenti del pilastro previdenziale privato poteva passare per la riforma della fiscalità verso lo schema EET, di completa detraibilità dei contributi dall'imposta (oggi vale la deducibilità dall'imponibile) e di completa esenzione dei frutti dell'accumulazione, con imposizione normale (coerente con quella Ire) dei benefici solo alla fine. Avrebbe avuto impulso tutta l'attività degli strumenti previdenziali privati e, come parte di questa, anche l'operatività in titoli di emittenti italiani. Oltretutto, dal passaggio alla detraibilità dall'imposta ci si poteva aspettare anche un effetto positivo sull'adesione al pilastro privato da parte della grande platea del lavoro dipendente. Per dare piena copertura alla *tax expenditure* generata dal passaggio all'EET, se ne poteva chiedere l'esclusione dal computo del deficit pubblico ai fini del Patto di Stabilità, in qualità di spesa qualificata per investimenti (i.e. per sostegno a investimenti via pilastro previdenziale privato). Per suffragare la richiesta di esclusione, sarebbe stato possibile addurre anche la motivazione che lo sviluppo del pilastro privato, con razionalizzazione della sua fiscalità, è parte della riforma strutturale del welfare system sollecitata anche dalle Istituzioni internazionali;
2. In un'ottica europea, l'idea poteva esser quella di un fondo paneuropeo per gli investimenti infrastrutturali, specializzato sull'Europa, quotato e con raccolta aperta agli investitori istituzionali dei Paesi Membri. Tutti gli strumenti di previdenza privata europei avrebbero potuto decidere di investire nel fondo paneuropeo con una totale esenzione di imposta sui rendimenti. Si poteva anche immaginare che il fondo europeo divenisse una delle linee di investimento degli strumenti previdenziali privati, selezionabile direttamente dal risparmiatore come parte del mix offerto dallo strumento previdenziale privato e anche dotato di una incentivazione più forte nella fase di contribuzione. Tutta la *tax expenditure* relativa gli investimenti nel fondo paneuropeo poteva esser coperta col sostegno, almeno nei primi anni di vista e start up, del QE della BCE. Si lamenta, da più parti, che si poteva fare di più per rinforzare i meccanismi di trasmissione del QE di Mario Draghi. Collegarlo con lo sviluppo del fondo paneuropeo per gli investimenti infrastrutturali poteva (potrebbe ancora) essere una idea da approfondire;
3. Una considerazione simile a quella sul QE potrebbe esser ripetuta per il "Piano Juncker"³. Con opportuni sforzi di coordinamento tra Membri, il fondo paneuropeo

³ Cfr. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-2128_en.htm.

di cui al precedente punto 2. avrebbe potuto essere direttamente il Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici (EFSI) previsto dal “Piano Juncker”, o quantomeno una entità collegata con l’EFSI. Si sarebbero potute convogliare verso un’unica gestione coordinata le risorse raccogliibili sui mercati dei capitali, le risorse del bilancio Ue e dei bilanci dei singoli Stati Membri, le risorse provenienti dal QE messo in atto dalla BCE. Un altro aspetto segnalato dal dibattito è, non a caso, il mancato collegamento tra l’EFSI e il QE⁴; tale collegamento poteva (potrebbe ancora) avvenire all’interno di una visione europea integrata e contraddistinta da alcune delle caratteristiche qui rapidamente tratteggiate. Le regole di funzionamento dell’EFSI già prevedono che ogni Paese Ue avanzi dei progetti di interesse nazionale da finanziare, e questo canale permette di allineare il rilancio degli investimenti su scala continentale con le valutazioni di priorità espresse dai singoli Membri. La finalità perseguita dai commi 92-94 della Legge di Stabilità 2015 (stimolare investimenti di interesse nazionale) avrebbe potuto trovare collocazione all’interno di un piano più ampio, più forte e con maggiori garanzie di *screening* e selezione delle opportunità migliori. In particolare, accentrare a livello europeo la gestione delle risorse, sotto la supervisione della Banca Europea degli Investimenti, fornisce una migliore protezione da “cortocircuiti” nazionali sia nell’asset allocation che nella distinzione dei ruoli tra operatori di mercato e policy maker, tra sfera tecnica e sfera politica.

In conclusione si ha l’impressione che, su un tema fondamentale per il futuro dell’economia europea, si stiano compiendo scelte scoordinate. E questo è vero sia a livello comunitario, dove non si sono considerati i vantaggi di combinare “Piano Juncker” e QE, sia a livello Paese. Per l’Europa, coordinare “Piano Juncker” e QE significa cominciare a coordinare politica fiscale (o politica reale che dir si voglia) e politica monetaria. Sinora le due leve si sono parlate poco o quasi niente. Per l’Italia, la stimolazione dei fondi pensione e degli altri strumenti previdenziali del pilastro privato a investire maggiormente nel comparto azionario e in progetti infrastrutturali, allungando l’orizzonte di investimento, poteva puntare o a rimodellare la fiscalità del pilastro privato verso l’EET, o a favorire la partecipazione degli investitori istituzionali previdenziali italiani all’EFSI, o anche a combinare le due scelte. Si sarebbero così attutiti o evitati gli aspetti negativi riconducibili ai commi 92-94 e sopra sinteticamente descritti.

La *tax expenditure* del passaggio all’EET e delle agevolazioni aggiuntive per la partecipazione all’EFSI poteva appoggiarsi alle risorse del QE divenendo, di fatto, uno dei meccanismi di trasmissione del QE all’economia reale.

Allo stato attuale sembra, invece, che scelte comunitarie e scelte nazionali possano, in certa misura, ostacolarsi a vicenda, se altri Paesi come l’Italia tentassero di aumentare la parte dei capitali previdenziali investita all’interno, proprio mentre l’Europa si sforza di far nascere e capitalizzare un grande fondo di scala continentale per gli investimenti a lungo termine.

Le scelte non sono facili, perché si devono scontare anche i tempi del coordinamento europeo, senza escludere che un accordo sull’utilizzo di una parte del QE per dare copertura alla *tax expenditure* a favore del pilastro previdenziale privato, e così stimolare la partecipazione all’EFSI degli strumenti di previdenza privata dei Paesi Membri, potrebbe non esser raggiunto.

⁴ Cfr. “*Che errore non agganciare QE e Piano Juncker*” di Danilo Taino su Corriere della Sera del 10 Marzo 2015. Con lo stesso titolo un altro articolo a firma di Paolo Savona su Milano Finanza del 10 Marzo 2015.

Tuttavia si deve anche dire che il “Piano Junker” partirà presto, a metà 2015, e che il QE della BCE è già pronto (sino a non molto tempo fa sembrava impossibile). Dall’altro lato, la scelta degli investimenti <qualificati> deve ancora esser compiuta dal Ministero dell’Economia e delle Finanze e, anche resi funzionanti i commi 92-94. (a) non è detto che gli operatori di mercato rispondano subito; (b) il mantenimento dell’aliquota all’11% troverà il limite degli 80 milioni di Euro all’anno; (c) e, nei casi in cui gli operatori di mercato riterranno di non attenersi alla lista ministeriale o non ci sarà capienza negli 80 milioni, scatterà l’aliquota impositiva del 20%, con possibili effetti negativi sulla partecipazione al pilastro privato e sulle scelte di investimento (per esempio, aumento della quota di titoli di Stato italiani sui rendimenti dei quali è confermata l’imposizione sostitutiva al 12,5%).

Insomma, forse era il momento di puntare più in alto. Ma lo si può ancora fare.

In Appendice, dati estratti da Rapporto Annuale Covip 2014, e da Bollettino Mefop (6-2014)

Ncs
www.reforming.it
e-mail: nicola.salerno@tin.it
twitter: [nicolacsalerno](https://twitter.com/nicolacsalerno)
+39 347 - 90.23.927

Comma 91.

A decorrere dal periodo d'imposta 2015, agli enti di previdenza obbligatoria di cui al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103, è riconosciuto un credito d'imposta pari alla differenza tra l'ammontare delle ritenute e imposte sostitutive applicate nella misura del 26 per cento sui redditi di natura finanziaria dichiarate e certificate dai soggetti intermediari o dichiarate dagli enti medesimi e l'ammontare di tali ritenute e imposte sostitutive computate nella misura del 20 per cento a condizione che i proventi assoggettati alle ritenute e imposte sostitutive siano investiti in attività di carattere finanziario a medio o lungo termine individuate con apposito decreto del Ministro dell'economia e delle finanze. Il credito d'imposta va indicato nella dichiarazione dei redditi relativa a ciascun periodo d'imposta, non concorre alla formazione del reddito ai fini delle imposte sui redditi e del valore della produzione ai fini dell'imposta regionale sulle attività produttive. Non rileva ai fini del rapporto di cui agli articoli 61 e 109, comma 5, del Testo Unico delle Imposte sui Redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917. Il credito d'imposta può essere utilizzato, a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello di effettuazione del citato investimento, esclusivamente in compensazione, ai sensi dell'articolo 17 del decreto legislativo 9 luglio 1997, n. 241, nei limiti dello stanziamento di cui al comma 94 del presente articolo. Al credito d'imposta non si applicano i limiti di cui all'articolo 1, comma 53, della legge 24 dicembre 2007, n. 244, e all'articolo 34 della legge 23 dicembre 2000, n. 388.

Comma 92.

A decorrere dal periodo d'imposta 2015, alle forme di previdenza complementare di cui al decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, è riconosciuto un credito d'imposta pari al 9 per cento del risultato netto maturato, assoggettato all'imposta sostitutiva di cui all'articolo 17 di tale decreto applicata in ciascun periodo d'imposta, a condizione che un ammontare corrispondente al risultato netto maturato assoggettato alla citata imposta sostitutiva sia investito in attività di carattere finanziario a medio o lungo termine, individuate con il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di cui al comma 91 del presente articolo. Il credito d'imposta, che non concorre alla formazione del risultato netto maturato e che, ai fini della formazione delle prestazioni pensionistiche, incrementa la parte corrispondente ai redditi già assoggettati ad imposta, va indicato nella dichiarazione dei redditi relativa a ciascun periodo d'imposta e può essere utilizzato a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello di effettuazione del citato investimento, esclusivamente in compensazione, ai sensi dell'articolo 17 del decreto legislativo 9 luglio 1997, n. 241, nei limiti dello stanziamento di cui al comma 94 del presente articolo. Al credito d'imposta non si applicano i limiti di cui all'articolo 1, comma 53, della legge 24 dicembre 2007, n. 244, e all'articolo 34 della legge 23 dicembre 2000, n. 388.

Comma 93.

Con il decreto di cui al comma 91 sono stabiliti le condizioni, i termini e le modalità di applicazione riguardo alla fruizione del credito d'imposta, al fine del rispetto del limite di spesa di cui al comma 94 e del relativo monitoraggio.

Comma 94.

Per l'attuazione dei commi da 91. a 93. è autorizzata la spesa di 80 milioni di euro a decorrere dall'anno 2016.

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

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

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

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

(3) Sono incluse le partecipazioni in società immobiliari.

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

Fonte Covip

Forme pensionistiche complementari. *Duration* dei titoli di debito in portafoglio.

(dati di fine anno; valori in anni)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Fondi pensione negoziali | 3,5 | 3,3 | 3,8 | 3,9 |
| Fondi pensione aperti | 3,5 | 3,5 | 3,6 | 3,6 |
| Fondi pensione preesistenti ^{(1) (2)} | | 3,2 | 4,1 | 3,7 |
| PIP “nuovi” di ramo I ⁽²⁾ | | 7,5 | 7,3 | 7,4 |
| PIP “nuovi” di ramo III ⁽²⁾ | | 2,2 | 2,4 | 2,4 |
| Totale | | 3,7 | 4,5 | 4,6 |

(1) Sono considerate unicamente le sezioni dei fondi pensione preesistenti in gestione finanziaria, ovvero le sezioni dei fondi con un ammontare di riserve matematiche detenute presso imprese di assicurazione inferiore al 10 per cento. Non vengono inoltre presi in considerazione i fondi pensione preesistenti interni costituiti come mera posta contabile nel passivo del bilancio di società o enti.

(2) I dati sono stati rilevati a partire dal 2011.

Fonte Covip

Forme pensionistiche complementari. *Turnover* di portafoglio.

(dati di fine anno; valori percentuali)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Fondi pensione negoziali | 122,2 | 101,8 | 105,1 | 92,7 |
| Fondi pensione aperti | 105,7 | 103,7 | 88,7 | 87,9 |
| Fondi pensione preesistenti ^{(1) (2)} | | 104,5 | 81,8 | 86,6 |
| PIP “nuovi” di ramo I ⁽²⁾ | | 36,1 | 44,4 | 29,8 |
| PIP “nuovi” di ramo III ⁽²⁾ | | 112,2 | 110,6 | 99,6 |
| Totale | | 96,2 | 87,5 | 80,9 |

(1) Sono considerati unicamente le sezioni dei fondi pensione preesistenti in gestione finanziaria, ovvero le sezioni dei fondi con un ammontare di riserve matematiche detenute presso imprese di assicurazione inferiore al 10 per cento. Non vengono inoltre presi in considerazione i fondi pensione preesistenti interni costituiti come mera posta contabile nel passivo del bilancio di società o enti.

(2) I dati sono stati rilevati a partire dal 2011.

Fonte Covip

Forme pensionistiche complementari. Risorse e contributi.

(dati di fine 2013; flussi annui per contributi; importi in milioni di euro)

| | Risorse destinate alle prestazioni⁽¹⁾ | | Contributi | |
|--------------------------------------|---|---------------------|-------------------|----------------|
| | Importi | var. % 2013/2012 | Importi | di cui: TFR |
| Fondi pensione negoziali | 34.504 | 14,4 | 4.308 | 2.733 |
| Fondi pensione aperti | 11.990 | 19,0 | 1.296 | 477 |
| Fondi pensione preesistenti | 50.376 | 5,0 | 3.694 | 1.552 |
| PIP "nuovi" ⁽²⁾ | 13.014 | 32,6 | 2.607 | 417 |
| Totale⁽³⁾ | 109.944 | 12,1 | 11.913 | 5.187 |
| PIP "vecchi" ⁽⁴⁾ | 6.499 | 3,6 | 501 | - |
| Totale generale⁽³⁾ | 116.443 | 11,6 | 12.414 | 5.187 |

(1) Risorse complessivamente destinate alle prestazioni. Comprendono: l'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) per i fondi negoziali, 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) PIP conformi al Decreto lgs. 252/2005.

(3) Nel totale si include FONDINPS.

(4) PIP istituiti precedentemente alla riforma del 2005 e non adeguati al Decreto lgs. 252/2005.

Fonte Mefop

IL PORTAFOGLIO TITOLI DEI FONDI PENSIONE AL 31.12.2013

Portafoglio titoli dei Fp per area geografica*

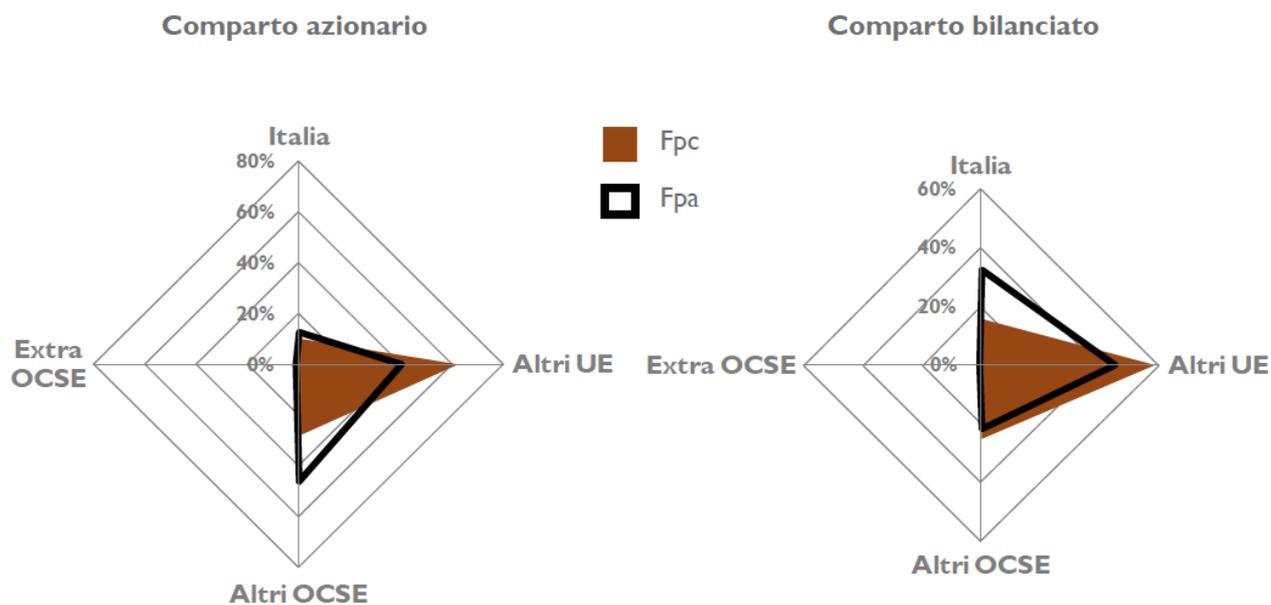
Valori %

| Attività | Fpc | Fpa | Pip |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|
| Titoli di debito | | | |
| Italia | 29,0 | 28,3 | 13,3 |
| Altri Ue | 39,7 | 26,1 | 23,4 |
| Altri Ocse | 6,5 | 2,5 | 4,1 |
| Extra Ocse | 0,1 | 0,1 | 0,6 |
| Totale | 75,3 | 57,0 | 41,4 |
| Titoli di capitale | | | |
| Italia | 1,0 | 3,6 | 1,8 |
| Altri Ue | 12,1 | 17,9 | 28,5 |
| Altri Ocse | 11,4 | 20,8 | 26,8 |
| Extra Ocse | 0,2 | 0,7 | 1,5 |
| Totale | 24,7 | 43,0 | 58,6 |

Fonte Mefop

Portafoglio titoli dei Fp per area geografica e per comparto**

Valori %



Fonte: elaborazioni Mefop su dati Covip

*Non è disponibile il dato dei Fpp

**Non si riportano i dati dei Pip in quanto non sono disponibili i relativi per tipologia di comparto.

I comparti sono classificati in base alla classificazione Covip:

- obbligazionario puro (100% obbligazioni);
- obbligazionario misto (investimento in azioni non superiore al 30%);
- azionario (almeno 50% azioni);
- bilanciato (tutti gli altri casi).

Ncs
www.reforming.it
e-mail: nicola.salerno@tin.it
twitter: [nicolacsalerno](https://twitter.com/nicolacsalerno)
+39 347 - 90.23.927