



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze economiche e finanziarie

LA GESTIONE FINANZIARIA DEI FONDI PENSIONE E
L'APPLICAZIONE DI POLITICHE D'INVESTIMENTO ESG: UN
CONFRONTO INTERNAZIONALE

THE FINANCIAL MANAGEMENT OF PENSION FUNDS AND THE
APPLICATION OF ESG INVESTMENT POLICIES: AN
INTERNATIONAL COMPARISON

Relatore: Chiar.ma
Prof.ssa Camilla Mazzoli

Tesi di Laurea di:
Jacopo Saccinto

Anno Accademico 2022 – 2023

INDICE

Introduzione	4
Capitolo 1 INQUADRAMENTO GENERALE DEL SISTEMA PREVIDENZIALE ITALIANO.....	7
1.1 Evoluzione e caratteristiche del sistema previdenziale in Italia.....	9
1.1.1 Stato dell'arte e prospettive future della previdenza in Italia.....	15
1.2 Analisi del mercato della previdenza complementare in Italia	16
1.2.1 Caratteristiche del mercato domestico e panorama internazionale	18
1.2.3 Aspetti demografici e problematiche di adesione	23
1.2.4 Incentivi ed opzioni "life-cycle"	26
1.2.5 Regime fiscale agevolato	28
1.3 Le tipologie di fondi pensione.....	31
1.3.1 I fondi pensione chiusi o negoziali.....	31
1.3.2 I fondi pensione aperti.....	34
1.3.3 I Piani Individuali Pensionistici (P.I.P.).....	36
Capitolo 2 LA DIRETTIVA IORP II: CONSEGUENZE NELLA GESTIONE FINANZIARIA DEI FONDI PENSIONE.....	39
2.1 Caratteristiche di IORP I e sue revisioni.....	39
2.2 Inquadramento normativo di IORP II	43
2.2.1 Requisiti quantitativi	46
2.2.2 Gestione degli investimenti.....	48
2.2.3 Sistema di governance.....	51
2.2.4 Il fattore ESG nella previdenza complementare	55
2.3 Aspettative future.....	57
Capitolo 3 GESTIONE FINANZIARIA DEI FONDI PENSIONE.....	65
3.1 Panoramica internazionale	65
3.1.1 L'effetto del conflitto Russia-Ucraina sull'asset allocation e sulle performance degli investimenti dei fondi pensione	71
3.2 I sistemi previdenziali europei	73

3.3 Il sistema previdenziale statunitense	78
3.4 I principali fondi pensione per patrimonio gestito	80
3.4.1 La gestione finanziaria dei principali fondi pensione italiani	83
3.4.2 La gestione finanziaria dei principali fondi pensione esteri.....	88
Capitolo 4 APPLICAZIONE DEI CRITERI ESG NELLA GESTIONE FINANZIARIA DEI FONDI PENSIONE	97
4.1 La finanza sostenibile e gli investimenti ESG	97
4.2 Novità legislative in materia di ESG: IORP II, SFDR e SRD II.....	103
4.2.1 La direttiva S.F.D.R.	106
4.3 Analisi dei criteri ESG ai fondi pensione italiani.....	115
4.3.1 Classificazione dei fondi pensione italiani dopo la Direttiva S.F.D.R.....	117
4.3.2 Politiche di investimento sostenibile nei fondi pensione italiani	119
4.3.3 L'esposizione al settore fossile dei fondi pensione italiani.....	123
4.4 Integrazione dei criteri ESG nella previdenza complementare internazionale	127
Conclusioni	144
Bibliografia	147

Introduzione

I fondi pensione affiancano la previdenza pubblica nei sistemi pensionistici multi pilastro adottati dalla maggior parte degli stati, giocando un ruolo fondamentale e sotto certi punti di vista imprescindibile nel mantenere una certa qualità di vita una volta raggiunto il pensionamento. La fase che stiamo ad oggi attraversando a livello mondiale segnata da un calo delle nascite ed un progressivo invecchiamento della popolazione porterà nel lungo periodo gravi difficoltà ai paesi la cui previdenza pubblica è basata sul sistema a ripartizione. In Italia, seppure in lenta crescita, il mercato dei fondi pensione ed in generale della previdenza complementare non è così sviluppato se confrontato con quello degli altri paesi e se si osservano le prospettive della pensione pubblica di lungo periodo nel nostro Paese, soprattutto per gli individui entrati di recente nel mondo del lavoro. Il motivo risiede anzitutto nella scarsa alfabetizzazione finanziaria dei cittadini italiani e nella correlata sfiducia verso il sistema finanziario, che in questo caso può dirsi ingiustificata visti i buoni rendimenti avuti dagli investimenti dei fondi pensione nonostante le crisi globali degli ultimi anni.

Lo scopo dell'elaborato è di analizzare il mercato dei fondi pensione italiano e di metterlo a confronto con quello degli altri principali paesi europei e non riguardo la gestione finanziaria delle risorse controllate dai fondi pensione e di come queste

vengano allocate tra le varie macro-classi di investimento.

Nel primo capitolo si ripercorreranno le principali tappe legislative della previdenza italiana, passando poi ad analizzare il mercato della previdenza di secondo e terzo pilastro del nostro Paese sotto il profilo delle tipologie di fondi pensione, delle loro adesione e dei loro recenti rendimenti.

Il secondo capitolo si concentrerà sulla direttiva europea 2016/2341 (IORP II) che ad oggi contiene le disposizioni di riferimento per i fondi pensione europei e si analizzerà dunque in nuovo sistema di governance che i fondi pensione dovranno adottare a seguito dell'introduzione della direttiva.

Il terzo capitolo dell'elaborato è finalizzato ad analizzare più nel dettaglio la gestione finanziaria dei principali fondi pensione italiani, europei, statunitensi ed asiatici, cercando di capire quali siano le società quotate verso cui gli investitori previdenziali puntano di per assicurare le rendite dei loro iscritti. Per svolgere questo tipo di lavoro si sono analizzati i singoli bilanci od i singoli portali on-line dei fondi pensione per conoscere i loro investimenti nel dettaglio, trovando differenze circa la divulgazione di queste informazioni, dettate soprattutto dalle normative a riguardo nei singoli stati; le leggi italiane prevedono ad esempio che i fondi pensione pubblichino il dettaglio dei primi 50 titoli detenuti in portafoglio per ciascun comparto di investimento, in altre nazioni la divulgazione degli investimenti dei fondi pensione è lasciata alla discrezione del management del fondo stesso per cui sono presenti fondi pensione per i quali non è stato possibile

conoscere alcuna esposizione ed altri per i quali è invece disponibile l'elenco completo dei loro investimenti.

L'ultimo capitolo tratterà invece del tema della finanza sostenibile, di come i fondi pensione si siano adeguati alle recenti normative in materia di ESG e quindi in che modo questi applichino gli investimenti sostenibili nella scelta dei titoli da inserire nel loro portafoglio; la scelta di inserire questa tematica nell'elaborato è dettata dal fatto che fondi pensione ed investimenti sostenibili hanno la stessa ottica di lungo periodo e dunque appare naturale che i fondi pensione debbano integrare questi criteri nella loro gestione finanziaria.

Capitolo 1

INQUADRAMENTO GENERALE DEL SISTEMA PREVIDENZIALE ITALIANO

Nel nostro Paese il sistema previdenziale è basato su due tipologie di sistemi pensionistici: quello obbligatorio e quello complementare.

Più nello specifico i 2 sistemi vanno a formare i cosiddetti 3 pilastri del sistema previdenziale italiano. Il primo dei 3 pilastri è rappresentato dalla previdenza obbligatoria, ossia la componente pubblica del sistema pensionistico italiano. Tale primo pilastro è basato sul principio di ripartizione: i contributi dei lavoratori ad oggi in attività prelevati mensilmente dallo Stato vanno a finanziare gli assegni pensionistici erogati nello stesso periodo. Il primo pilastro prevede dunque che i lavoratori cedano una quota dei loro redditi da lavoro per garantirsi una rendita una volta che non saranno più in grado di svolgere un'attività lavorativa, ma per fronte al pagamento di queste future pensioni non è previsto alcun accumulo di riserve finanziarie. Tale funzionamento prevede perciò che il flusso delle entrate rappresentato dai contributi sia in equilibrio con le pensioni contestualmente pagate (COVIP, 2022). Il pilastro previdenziale obbligatorio in quanto tale riguarda tutti i lavoratori (sia pubblici che privati, dipendenti od autonomi) i quali devono essere iscritti all'ente previdenziale destinatario dei contributi prelevati col gettito fiscale;

essendo ad oggi in vigore il criterio contributivo l'entità dei contributi andrà a quantificare la rendita erogata nel periodo della pensione.

In un primo momento le pensioni statali venivano suddivise in pensione di vecchiaia e pensione di anzianità (quest'ultima ormai abolita tranne per quei casi compresi dalla cosiddetta legge Fornero), alle quali si aggiungevano le pensioni di inabilità ed in alcuni casi la pensione assistenziale.

Il secondo ed il terzo pilastro del sistema previdenziale italiano sono invece rappresentati dalla forma previdenziale complementare, così chiamata perché integrativa rispetto quella obbligatoria per legge. Tale forma di previdenza si caratterizza anche per il fatto di essere volontaria e con versamenti contributivi liberi.

Il secondo pilastro si compone della forma previdenziale alla quale è possibile aderire solamente in forma collettiva mediante l'adesione a fondi pensione negoziali o pre-esistenti; è quindi una forma previdenziale caratterizzata dalla divisione dei lavoratori in determinati gruppi ed il cui finanziamento dipende dai contratti collettivi a livello nazionale.

Il terzo pilastro racchiude invece quelle forme complementari di previdenza realizzate su base individuale a cui il singolo individuo può partecipare mediante investimento in fondi pensione (aperti o chiusi) offerti da banche, assicurazioni, SGR o SIM, o mediante la sottoscrizione di piani individuali pensionistici (P.I.P.), questi sostanzialmente contratti di assicurazione sulla vita in vigore in Italia dal

2001 a seguito del decreto n°47 del 18 febbraio 2000.

L'individuo avrà poi diritto alla prestazione pensionistica una volta trascorsi almeno 5 anni dall'adesione alla forma complementare di previdenza ed una volta maturati i requisiti per la pensione pubblica. Le prestazioni ottenute con ambo le forme di previdenza di terzo pilastro saranno analoghe, ma cambierà la modalità di gestione finanziaria delle risorse.

1.1 Evoluzione e caratteristiche del sistema previdenziale in Italia

La previdenza italiana nacque nel 1898 contestualmente alla fondazione della Cassa Nazionale di Previdenza per l'invalidità e la vecchiaia degli operai; ai tempi volontaria ma incoraggiata da un contributo statale, divenne poi obbligatoria nel 1919 con l'Assicurazione Generale Obbligatoria (A.G.O.) per i dipendenti di industria e agricoltura presso l'allora INPFS. Nel corso degli anni, in particolare nell'ultimo trentennio il sistema previdenziale italiano è stato interessato da molte riforme strutturali per le quali la COVIP sintetizza le seguenti finalità:

- controllare la spesa pubblica per le pensioni per mantenerla coerente alle dimensioni del PIL;
- istituire e migliorare le forme previdenziali di secondo e terzo pilastro da affiancare al sistema pubblico;
- introdurre elementi di flessibilità in uscita dal mercato del lavoro;

oltre questi obiettivi principali le riforme si sono rese necessarie per via di criticità strutturali dell'economia italiana, quali cambiamenti demografici, debito pubblico e disoccupazione. Riguardo il primo, è ad oggi in atto un innalzamento dell'età media della popolazione conseguente al calo delle nascite ed al contemporaneo innalzamento dell'aspettativa di vita, questo porta a far sì che quella bilancia alla base del meccanismo a ripartizione trovi difficoltà nell'essere in equilibrio date le minori entrate contributive ed il numero sempre crescente di individui ai quali deve essere erogato l'assegno pensionistico mensile; dati ISTAT dicono che tra il 2050 ed il 2100 la maggior parte della popolazione sarà in età compresa tra i 65 e gli 80 anni e contestualmente vi sarà un crollo della popolazione in fascia di età tra i 15 ed i 64 anni¹. È probabile che questa transizione demografica determinerà un'ulteriore contrazione del mercato del lavoro.

Problematiche economiche legate alla gestione delle pensioni vi furono già a cavallo degli anni '70 quando la crisi petrolifera rallentò l'economia di tutto l'Occidente; ai tempi a seguito della riforma Brodolini venne adottato il criterio retributivo per il calcolo dell'assegno pensionistico: la modalità di calcolo della prestazione dipendeva dalla media dei redditi avuti negli ultimi 10 anni di lavoro per i lavoratori dipendenti e degli ultimi 15 anni per i lavoratori autonomi. Tale sistema si rivelò però non sostenibile nel lungo periodo perché, oltre a non garantire

¹ ISTAT – *Report previsioni demografiche 2021*

prestazioni previdenziali alle nuove generazioni, non dava correlazione tra i contributi riscossi dallo Stato e le prestazioni erogate. A ciò v'è aggiunto il fenomeno delle “baby-pensioni” nato nel 1973 con l'allora Governo Rumor che permetteva ai dipendenti pubblici di andare in pensione dopo 20 anni di lavoro, e dopo 14 anni e 6 mesi per le donne sposate e con figli, portando ad un'ingente spesa per lo Stato che ancora oggi grava per circa 7 miliardi di euro all'anno, costi che sono probabilmente ancora più alti se si considera che tante persone continuano a lavorare non regolarmente².

Questo mix di eventi porta le casse dello Stato ad avere un grande deficit pubblico caratterizzato da un alto debito previdenziale, rendendo necessaria la riforma Amato-Carli del 1992, che prevedeva in primis l'innalzamento dell'età pensionabile ed un riallineamento del regime pensionistico dei dipendenti pubblici con quelli degli altri lavoratori, ma la riforma diede anche il via alla formazione della previdenza di secondo pilastro ed al progressivo abbandono del sistema retributivo.

Nell'anno successivo col d.lgs. n°124 del 1993 vennero istituiti i primi fondi pensione su base collettiva. La riforma distingueva i lavoratori in “nuovi” o “vecchi” a seconda se assunti prima o dopo l'entrata in vigore di tale decreto, per i

² <https://www.ilpost.it/2021/10/27/baby-pensioni/>

lavoratori “nuovi” se aderenti ad un fondo pensione era previsto che versassero tutto il TFR maturato al fondo, mentre per i vecchi una quota del fondo (stabilita dal contratto di lavoro) restava in azienda. Queste due riforme impostarono le basi del sistema di previdenza complementare in Italia data la sempre minore copertura previdenziale che si sarebbe avuta negli anni a venire.

Con la successiva riforma Dini del '95 venne abbandonato del tutto il sistema retributivo a favore di quello contributivo. Il passaggio tra i due regimi prevedeva di distinguere i lavoratori in base alla loro anzianità contributiva: per i lavoratori con almeno 18 anni di contributi a fine 1995 veniva mantenuto il regime retributivo, mentre per i lavoratori con meno di 18 anni di contributi alla stessa data veniva adottato un regime misto, cioè retributivo fino al 1995 e contributivo per gli anni successivi; mentre ai neo-assunti dopo il 1995 è stato applicato il regime di calcolo contributivo. Con la stessa riforma vennero introdotti i primi fondi pensione aperti ed aumentata la platea di soggetti che possono aderire ai fondi pensione chiusi, oltre che i soggetti abilitati alla gestione dei fondi (su tutti le assicurazioni). La riforma prevedeva inoltre che l'ammontare delle pensioni venisse rivalutato al tasso d'inflazione. Con gli anni aumentarono le riforme che introdussero sempre più incentivi all'adesione ai fondi pensione dato il progressivo diminuitamento del tasso di sostituzione (il rapporto tra l'ultimo stipendio percepito e la prima rata della pensione) causato dal passaggio tra i 2 sistemi di calcolo.

La riforma va poi ad istituire la Commissione di Vigilanza dei Fondi Pensione

(COVIP) definita come autonoma ed indipendente³.

Con la Riforma Maroni del 2004 vennero impostati gli obiettivi di innalzare l'età pensionabile incentivando il rinvio della pensione di anzianità (per chi avesse maturato tale diritto entro il 31 dicembre 2007) mediante un "super bonus" consistente in un versamento esentasse in busta paga dei contributi che sarebbero stati versati all'ente di previdenza (circa il 32,7% dello stipendio), venne poi innalzata l'età anagrafica sia per le pensioni di vecchiaia che di anzianità, permettendo alle donne di poter sempre andare in pensione a 57 anni ma con eventuali grossi tagli sull'assegno. L'altro obiettivo fu di accrescere lo sviluppo della previdenza complementare andando ad equiparare le diverse forme pensionistiche di questo genere, dando più unitarietà ed omogeneità alla vigilanza su tale settore alla COVIP e soprattutto andando ad introdurre la modalità tacita di conferimento del TFR da parte dei lavoratori dipendenti.

Con la successiva riforma 247 del 2007 (riforma Prodi) venne introdotto il sistema delle "quote" di anzianità che vengono date dalla somma tra età anagrafica ed anni di contributi versati, con l'intenzione di far aumentare tale quota gradualmente con gli anni. La prima quota fissata per lavoratori dipendenti nel 2009 fu di 95 con almeno 59 anni di età anagrafica, per poi passare a 96 con almeno 60 anni di anzianità nel 2011 ed a 97 con 61 anni di età nel 2013. Sempre nel 2009 si ebbe

³ Decreto legislativo n°124 del 21 aprile 1993, art. 16

l'adeguamento del requisito anagrafico per la pensione all'aumento dell'indice di speranza di vita dell'ISTAT.

Il decreto legge 201 del 2011, ad oggi ancora in vigore, chiamato “Manovra salva Italia” e passato alla storia come “Legge Fornero” ridisegnò il sistema pensionistico italiano. La manovra andò ad eliminare il sistema retributivo a favore del sistema contributivo pro-rata, vengono quindi considerati i contributi versati durante l'intera vita lavorativa, anche per chi con la riforma Dini era stato compreso nel gruppo di lavoratori che avrebbe continuato a rientrare nel sistema retributivo (i cosiddetti lavoratori “vecchi”), e questo fece allineare l'Italia alle altre nazioni; eliminò la pensione di anzianità conseguibile col metodo delle quote riconducendo le forme pensionistiche a sostanzialmente due tipi: la pensione ordinaria di vecchiaia e la neo-introdotta pensione anticipata. Ma punto fermo della riforma è l'aumento dell'età pensionabile: venne innalzata l'età pensionabile delle lavoratrici donne, sia dipendenti che autonome, configurando una convergenza tra l'età pensionabile di uomini e donne nel 2018 a 66 anni.

Con la legge di bilancio 2017 (legge 232 del 2016) sono state introdotte nuove misure che consentono di anticipare il pensionamento fino ad un massimo di 3 anni e 7 mesi, e sono stati introdotti gli istituti dell'APE volontario e dell'APE sociale⁴; il primo consiste in un prestito verso chi abbia compiuto 63 anni di età e che

⁴ COVIP | Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione – *L'evoluzione del sistema pensionistico in Italia*

maturerà il diritto alla pensione nel giro di 3 anni e 7 mesi e abbia almeno 20 anni di contributi, tale prestì o verrà rimborsato all'INPS nell'arco dei successivi 20 anni tramite trattenute sulla futura pensione. L'APE sociale consiste invece in un'indennità di accompagnamento alla pensione fino ad un massimo di 1500 € mensili erogati dall'INPS verso chi necessita di specifiche tutele. (disoccupati, invalidi, coloro che assistono disabili) e che abbiano almeno 63 anni di età e 30 anni di contributi.

Con la legge n°4 del 2019 sono stati introdotti l'istituto di Quota 100 e proroga i già esistenti Anticipo pensionistico ed Opzione donna, ed esclude sino al 2026 l'adeguamento della speranza di vita dei requisiti contributivi previsti per accedere al pensionamento anticipato.

1.1.1 Stato dell'arte e prospettive future della previdenza in Italia

Per l'ultimo trimestre di quest'anno il Decreto Aiuti bis a contrasto dell'elevata inflazione attuale⁵, anticiperà la rivalutazione delle pensioni agli ultimi 3 mesi del 2022. Il tutto porterà i pensionati ad avere un aumento compreso tra i 10 ed i 50€ circa del loro assegno ed un aumento dello 0,2% a prescindere dall'importo della prestazione.

⁵ Ogni anno l'importo della pensione viene infatti adeguato alle eventuali variazioni (al rialzo) di inflazione e costo della vita secondo il cosiddetto meccanismo di "perequazione automatica", proprio allo scopo di proteggere il potere d'acquisto del trattamento pensionistico e assicurare ai pensionati un tenore di vita adeguato e costante nel tempo

Le sfide che aspettano in neonato Governo Meloni verteranno in primis sul contrasto del caro bollette, ma la Legge di Bilancio 2023 non dimenticherà completamente le pensioni: il programma di Fratelli d'Italia prevede un abbandono della legge Fornero permettendo nel 2023 di far andare in pensione anche che non ha 67 anni di età, oltre che dare tale diritto a chi abbia almeno 41 anni di contributi (Quota 41); il programma del centro-destra prevede infatti una maggiore flessibilità nell'uscita dal mondo del lavoro per favorire il ricambio generazionale nelle aziende. Punto importante è poi l'adeguamento delle pensioni minime e sociali: si punterà infatti ad avere pensioni minime fissate a 1000€. Ma sia questo che Quota 41 sono momentaneamente congelati dato il forte esborso che comporterebbero. La sfida principale del nuovo Governo sarà quella di trovare risorse per la rivalutazione automatica degli assegni previdenziali che verranno adeguati alla forte inflazione dell'ultimo anno, quindi si parla di una rivalutazione dell'8% (molto più alto del 2% previsto da decreto Aiuti bis) che porterà ad una spesa stimata compreso tra gli 8 e i 10 miliardi di €.

1.2 Analisi del mercato della previdenza complementare in Italia

La previdenza complementare come è ad oggi conosciuta nasce in Italia con la riforma Amato-Carli del 1993. Mentre la previdenza pubblica è basata sul meccanismo di ripartizione, quella complementare è fondata su di un sistema di finanziamento a capitalizzazione: ad ogni iscritto corrisponde un conto individuale

dove confluiranno i versamenti che verranno investiti nei mercati finanziari al fine di produrre rendimenti. I risultati di questa gestione produrranno per l'aderente una rendita aggiuntiva all'assegno pensionistico statale che l'iscritto vedrà erogata al momento del suo pensionamento; oppure sarà possibile ricevere il risultato della gestione in capitale.

La previdenza complementare si distingue da quella pubblica anche per essere volontaria, a contribuzione individuale e definita (viene stabilito in fase pre-contrattuale quanto versare e la prestazione finale dipenderà da questa somma versata e dal rendimento dell'investimento) e gestita da soggetti privati. Vi possono aderire tutti i lavoratori (dipendenti o autonomi, pubblici o privati) individualmente od in modo collettivo, quest'ultima forma è rappresentata dai fondi pensione negoziali mentre i fondi pensioni aperti ed i PIP rappresentano la forma di previdenza complementare privata ed individuale.

Il ruolo della previdenza complementare è di cruciale importanza per la sostenibilità della spesa pensionistica pubblica di lungo periodo, che già nel 2020 era arrivata al 17% del PIL e che si stima resterà a ridosso del 16% sino al 2050⁶, è quindi necessario alleggerire la spesa delle future generazione per i costi pensionistici. Per tale scopo sarà fondamentale incentivare l'adesione a tali forme previdenziali ponendo l'esigenza sul rendere il sistema di previdenza privata sempre più inclusivo

⁶ https://www.ilsole24ore.com/art/pensioni-spesa-record-2020-e-pari-17per cento-pil-che-impatto-avra-revisione-quota-100-ADMEAc r?refresh_ce

ed efficiente.

La sottoscrizione ad un fondo pensione prevede 3 fasi distinte: la prima fase di adesione, la fase di accumulo in cui avviene la raccolta dei contributi versati dal lavoratore aderente, dal suo datore di lavoro o mediante il conferimento del TFR (per i lavoratori autonomi la fase di accumulo è data dai soli contributi versati da loro stessi); infine vi sarà l'erogazione delle prestazioni sotto forma di capitale o rendita che come detto avverrà una volta maturati i requisiti per la pensione pubblica (in alcuni casi eccezionali, come ad esempio urgenti spese mediche, è possibile ricevere un anticipo non superiore al 75%). Riguardo alla prestazione si distinguono fondi a prestazione definita, dove l'ammontare della stessa verrà definito in fase di sottoscrizione, e fondi a contribuzione definita dove invece la prestazione sarà proporzionata ai contributi versati e capitalizzati.

1.2.1 Caratteristiche del mercato domestico e panorama internazionale

Dall'ultima relazione COVIP relativa all'anno 2021 si legge come il nostro sistema di previdenza complementare abbia dimostrato solidità nonostante gli shock causati dalla pandemia.

Alla fine del 2021 si contavano 8,771 milioni di iscritti (il 3,9% in più rispetto al 2020), mentre alla fine del primo semestre del 2022 tale numero è salito del 2,9% arrivando alla soglia dei 10 milioni di iscritti, numero che però comprende anche chi ha più di una posizione aperta. L'incremento ha riguardato tutte le forme

pensionistiche offerte sul mercato. Tale numero di iscritti corrisponde ad un circa 35% della forza lavoro. Le risorse complessivamente destinate alle prestazioni sono scese nel corso del primo semestre del 2022 passando da 213,3 (cresciute del 7,8% rispetto la fine del 2020) a 207 miliardi di euro, un -5,6% causato dalle perdite in conto capitale determinate dall'andamento dei mercati finanziari. La COVIP afferma come il livello dei contributi incassati sia tornato a livelli pre-pandemia per tutte le forme pensionistiche raggiungendo i 17,6 miliardi di euro a fronte di uscite per prestazioni previdenziali di 11,4 miliardi di euro, determinando un saldo positivo della gestione finanziaria che a fine 2021 era di circa 9,2 miliardi di euro, sceso a 6,2 miliardi alla fine di giugno 2022. Vi è stato un aumento dei contributi incassati dal sistema nonostante sia in aumento il numero di posizioni aperte non alimentate, queste correlate al fenomeno delle posizioni multiple in essere da un singolo individuo. Se si confrontano i dati su contributi e risorse complessive con quelli di inizio 2007, anno di avvia della riforma della previdenza complementare, il totale delle risorse destinate alle prestazioni si è quadruplicato, con una crescita media annua del 10%. Il contributo medio pro-capite per singolo iscritto si attesta sui 2790€, in aumento rispetto i 2740€ del 2020. Considerando i soli lavoratori dipendenti il contributo medio è stato di 2870€ per un totale di 14,3 miliardi di euro di contributi fluiti. I lavoratori autonomi hanno invece versato 1,6 miliardi di euro di contributi, 133 milioni in più rispetto il 2020.

Alla fine del 2021 le forme pensionistiche complementari operanti nel mercato

italiano sono 349, ripartite in 33 fondi pensione negoziali, 40 fondi pensione aperti, 72 PIP cosiddetti “nuovi” e 204 fondi pensione pre-esistenti. Da circa 20 anni è in atto una diminuzione del numero di forme pensionistiche complementari, in parte compensato dall’introduzione nel 2007 dei PIP “nuovi”; questa riduzione è risultato di processi di aggregazione ed operazioni di finanza straordinaria che hanno interessato i gruppi finanziari di appartenenza delle aziende promotrici e dai riassetti societari delle principali banche ed assicurazioni offerenti forme previdenziali. Questo calo dell’offerta del numero di forme previdenziali ha portato ad un generale consolidamento del sistema ed un aumento delle dimensioni delle singole forme: sono infatti 54 (in aumento di 16 unità rispetto al 2017) i fondi pensione che gestiscono più di un miliardo di risorse, pur restando numerose le forme di piccole e piccolissime dimensioni che gestiscono risorse complessivamente inferiori ai 25 miliardi di €. L’aumento della dimensione degli operatori è in linea con l’adeguamento ai nuovi standard relativi alla struttura organizzativa e alla governance introdotti col recepimento della direttiva IORP II. L’evoluzione delle nuove adesioni è in essere dal 2008 e secondo la relazione COVIP questo è dato dall’introduzione del meccanismo di adesione contrattuale introdotto nel 2015; in quell’anno adesioni dovute a questa clausola costituiscono l’86,5% delle nuove adesioni dei fondi negoziali ed il 50,7% di quelle totali, passando ad essere in media il 60% circa delle nuove adesioni ai fondi negoziali negli anni successivi ed il 27% di quelle totali. Il meccanismo di adesione

contrattuale prevede che sul fondo individuato dalla contrattazione collettiva per quella determinata categoria di lavoratori affluiscono i versamenti contributivi del datore di lavoro e questo determina l'automatica iscrizione del lavoratore a tale fondo. Il lavoratore avrà poi facoltà di incrementare tale flusso contributivo con versamenti di contributi a proprio carico.

Riguardo il TFR la normativa oggi in vigore prevede che i dipendenti del settore privato dispongano di 3 opzioni diverse riguardo il dove destinare le quote maturate del loro TFR:

- confluire il TFR in modalità tacita ad una forma di previdenza complementare se entro 6 mesi dall'assunzione il lavoratore non abbia indicato preferenze a riguardo, in tal caso il datore di lavoro farà confluire il TFR del lavoratore alla forma collettiva previdenziale di riferimento, o se questo manca al fondo Cometa;
- far confluire in modalità esplicita il TFR ad una forma di previdenza complementare alla quale il lavoratore farà poi destinare un'ulteriore quota di contributi (propria o del datore di lavoro) che sarà deducibile dal reddito annuo complessivo fino a 5167,57€;
- mantenere in modalità esplicita il regime del TFR previsto dall'art.2120 del Codice Civile, quindi accantonarlo presso l'azienda se questa abbia meno

di 50 dipendenti o destinarlo al Fondo di Tesoreria se l'azienda abbia al contrario più di 50 dipendenti.

Nell'ultimo anno il meccanismo di conferimento tacito del TFR ha portato 16900 nuove adesioni con un flusso di 7 miliardi di euro, per un totale di 344 mila nuove adesioni da quando tale clausola venne introdotta. I dati appena riportati testimoniano una crescita costante del settore della previdenza complementare nel nostro Paese, sia per adesioni che per diversificazione dell'offerta. Come detto l'adesione ai fondi pensione si attesta al 35% sul totale della forza lavoro, sebbene ci siano stati degli incrementi il ricorso alla previdenza complementare continua ad essere scarso specie se rapportato con lo stesso settore di altri paesi. Secondo l'ultimo report Melbourne Mercer Global Pensions Index su 37 stati presi in esame l'Italia risulta essere al 27esimo posto; la ricerca Mercer ritiene inoltre che un sistema previdenziale possa definirsi solido quando i fondi pensione di quel Paese abbiano raccolto almeno il 100% del PIL e quando almeno il 70% della forza lavoro abbia effettuato questo tipo di investimento. Gli indicatori dell'indice Melbourne Mercer fanno riferimento a tre macro-aree al fine di formulare giudizi sul settore pensionistico di un Paese: adeguatezza, sostenibilità ed integrità. Il punto debole dell'Italia risulta essere il secondo di questi indici, raggiunge infatti un punteggio di 19,0 a fronte di un punteggio medio di 50,4; in questo indicatore di sostenibilità vengono comprese voci quali appunto l'adesione ai fondi pensione ed agli strumenti

di previdenza complementare in generale, fattori macro-economici quali il debito pubblico e la spesa pensionistica sul PIL e gli aspetti demografici sul Paese.

1.2.3 Aspetti demografici e problematiche di adesione

Le differenze di partecipazione alla previdenza complementare riflettono un'ampia disparità riguardo il genere: sul totale degli iscritti gli uomini sono il 61,8% e le donne il 38,2%. Questa bassa partecipazione delle donne è spiegata anzitutto dalla loro minore presenza tra la forza lavoro e, se presenti, la partecipazione femminile resta comunque inferiore del 18% a quella degli uomini, questo per via del persistere di differenze salariali a loro sfavorevoli ed opportunità di carriera non eque.

Analoghi discorsi possono essere fatti circa le differenze di partecipazione per fasce d'età. Negli ultimi anni per via dell'invecchiamento della popolazione l'età media degli iscritti risulta essere di 47 anni; a fine 2021 solo il 17,8% degli iscritti risulta avere meno di 35 anni, questa fascia d'età registra un tasso di partecipazione alla forza lavoro inferiore dell'8% rispetto la fascia 35-44 anni e, una volta parte della forza lavoro la loro partecipazione alla previdenza complementare è comunque inferiore del 21% rispetto la stessa fascia immediatamente più anziana.

Tale scarsa partecipazione dei lavoratori più giovani alla previdenza privata può essere analizzata anche da un punto di vista comportamentale e dei bias cognitivi.

Da un'indagine campionaria condotta dall'A.D.O.C.⁷(Associazione Difesa Orientamento Consumatori) da un'iniziativa di EU.R.E.S. su di un campione di 477 giovani (48,5% maschi e 51,5% femmine, con età compresa tra 25 e 30 anni nel 63,1% dei casi) residenti nel territorio italiano sono emerse preoccupazioni ed incertezze dei giovani rispetto il loro futuro sia economico che sociale e sanitario. Circa il 77% degli intervistati ha mostrato preoccupazione elevata per la situazione previdenziale e pensionistica (le due aree in cui è stata riscontrata ancor più preoccupazione sono state disoccupazione e precarietà del lavoro. Più della metà del campione ritiene che andrà in pensione tra i 65 ed i 75 anni (al momento del campionamento l'età pensionabile media in Italia era stimata sui 66 anni e 7 mesi) e che il proprio assegno pensionistico sarà di circa il 50% rispetto l'ultima retribuzione percepita con un importo medio previsto compreso tra i 500 e gli 800€.

Dunque confermata la mancanza di fiducia dei giovani italiani verso la previdenza statale risulta necessaria la loro adesione ad un piano pensionistico privato, di fatti il 73% del campione ritiene utile avviare un piano di previdenza integrativa, ma oltre il 70% degli intervistati non possiede ancora alcun genere di investimento. A giocare un ruolo chiave è anzitutto l'aspetto reddituale: il valore medio delle entrate mensili degli intervistati si assesta sui 787€ ed il tasso di risparmio medio mensile del 17,3%, di conseguenza il 27,8% degli intervistati si dichiara non interessato ad

⁷ <https://www.panoramassicurativo.ania.it/articoli/66435>

investire in fondi pensione indicando come risposta “è un impegno troppo oneroso”. Ma ad incidere è anche lo scarso livello di cultura finanziaria presente ad oggi in Italia, i risparmiatori italiani si trovano agli ultimi posti tra i Paesi OCSE in termini di competenze finanziarie, di fatti il 60% degli intervistati si dichiara “poco o per nulla informato” circa il tema della previdenza integrativa e tutto ciò si manifesta in una generale mancanza di fiducia verso il settore finanziario, altro principale motivo di non avvio di piani pensionistici emersi dal sondaggio.

Entrando nella tematica dei bias comportamentali, la maggior parte degli intervistati indica come l’avvio di un piano pensionistico sia un problema che non si pongono oggi pur comprendendo l’importanza dello stesso. Ma bias cognitivi, emotivi e sociali emergono sia in fase di adesione a piani di previdenza che nelle successive fasi di contribuzione, asset allocation e riscossione. Nella fase iniziale di adesione la finanza comportamentale spiega dal punto di vista economico la mancanza di tali tipologie di investimento attraverso la teoria dello sconto iperbolico e della miopia temporale secondo le quali individui compiono scelte diverse riguardo importi economici disponibili in istanti più o meno lontani dall’istante di valutazione e che porta i risparmiatori a rimandare sempre più decisioni come l’investimento in fondi pensione⁸. Ma come detto comportamenti non razionali vi sono anche in chi ha già aderito a piani previdenziali, sia nel tasso di contribuzione col quale l’investitore

⁸ Il tutto secondo la teoria dei bias comportamentali viene spiegato dallo “status-quo bias”

alimenta il suo fondo che nelle linee di investimento decise da tali risparmiatori che spesso non seguono le regole base della teoria del portafoglio, da una precedente relazione COVIP emerge che gli iscritti che suddividono la propria posizione individuale su più linee di investimento dello stesso PIP sono solo del 13%, mentre un precedente studio mostra come all'aumentare della gamma di alternative di investimento i sottoscrittori semplifichino la loro scelta optando per soluzioni meno rischiose. È infine rilevante come sia ancora modesto il numero di posizioni riscattate e trasformate in rendita: la relazione COVIP evidenzia come vi sia la tendenza degli iscritti a preferire l'opzione capitale se posti di fronte alla scelta, nel corso del 2021 vi sono stati 4706 riscatti poi erogati tramite rendita, un numero davvero esiguo se paragonato con le prestazioni in capitale che sono di circa 142 mila, in aumento rispetto le 118 mila circa del 2020. Ma la possibilità di avere una rendita perpetua è concettualmente più razionale e più vicino al concetto di previdenza rispetto l'opzione del capitale una-tantum.

1.2.4 Incentivi ed opzioni “life-cycle”

Risulta dunque opportuno sia incentivare la previdenza privata sia far sì che i risparmiatori adottino le giuste strategie d'investimento riguardo la gestione del proprio piano pensionistico. Un primo metodo è rappresentato dalle modalità di adesione: mentre in Italia l'investimento in fondi pensione è sempre su base volontaria in 17 paesi dell'OCSE è previsto un meccanismo di adesione

obbligatoria in determinati fondi pensione chiusi a livello aziendale. Mentre metodi risolutivi alle problematiche che sorgono in fase di accumulo sono i cosiddetti piani life-cycle, meccanismi pre-impostati di investimento che come suggerisce il nome sono basati sul ciclo di vita del risparmiatore che viene guidato nella fase di gestione dell'investimento; scelte scorrette di dove destinare i propri contributi potrebbero portare ad un'insufficienza di risorse nell'ultima fase di vita. Il modello life-cycle prevede una prima fase di investimento orientata verso asset più rischiosi per poi diminuire gradualmente l'esposizione con l'avvicinarsi del pensionamento; è comune che giovani iscritti a fondi pensione versino i loro contributi in comparti garantiti o di default (questo soprattutto se non vengono indicate preferenze di investimento) che sono caratterizzati da bassi rischi e rendimenti, mentre comportamenti efficienti prevedono dei primi investimenti verso prodotti ad alto rischio, per poi compensare eventuali perdite nell'arco della vita lavorativa e permettere di beneficiare maggiormente della capitalizzazione degli interessi maturati. Investimenti basati su di una logica life-cycle possono poi risolvere l'errore degli iscritti a non modificare la composizione del proprio portafoglio. Osservando la distribuzione degli iscritti per età e per linee di investimento dei fondi pensione dello scorso anno, pur restando preminenti quei profili con quota azionaria bassa se non nulla, emerge come la costruzione dei portafogli previdenziali segua quella logica life-cycle auspicata. Si evince infatti una maggiore propensione dei risparmiatori più giovani ai profili azionari, mentre nella fascia 30-54 anni dove è

collocata la maggioranza degli iscritti sono prevalenti profili a rischio più basso. La tendenza alla riduzione della più rischiosa quota azionaria è dimostrata in tutte le forme pensionistiche, ma è più evidente nei fondi pensione aperti dove raggiunge percentuali intorno al 55% per iscritti con meno di 39 anni per poi scendere progressivamente senza però andare al di sotto del 25% per individui con più di 60 anni di età. In generale per classi di età molto giovani la quota azionaria rappresenta in media il 40% del portafoglio previdenziale. Continua in ogni caso a primeggiare la preferenza verso comparti garantiti (39.5% del totale degli iscritti contro il 8,7% del profilo azionario).

1.2.5 Regime fiscale agevolato

Ruolo cruciale per l'aumento di adesioni è giocato dalle istituzioni e dalle normative in vigore che possono far sì che la previdenza integrativa abbia un regime fiscale agevolato rispetto altre forme di investimento. In Italia l'investimento in fondi pensione è tutelato dallo Stato con vantaggi fiscali che favoriscono la redditività dell'investimento: in fase di contribuzione i versamenti destinati al fondo sono deducibili dal reddito imponibile IRPEF (fino ad un massimo di 5164.57€) ed il TFR che vi si conferisce non è tassabile. I successivi rendimenti in fase di gestione sono tassati ad un'aliquota dell'11% (quando per altre forme di investimento collettivo è del 12%). Le prestazioni rese dai fondi pensione sono soggette ad imposta sostitutiva con aliquota del 15%.

Definite le 3 fasi distinte del risparmio tramite fondi pensione, si individuano differenti modelli di tassazione internazionali a seconda di cosa prevedono le normative vigenti. Solitamente questi modelli vengono distinti in EET, ETE, TEE, ETT, dove la “E” indica esenzione (exempt) e la “T” tassazione (taxed); in Italia, come nella gran parte dei paesi OCSE è in essere il modello ETT, ciò pone i fondi pensione in situazione di vantaggio rispetto altri investitori istituzionali (fra i quali in particolare i fondi comuni d’investimento), torna però in gioco la scarsa cultura finanziaria presente nel nostro Paese, che fa sì che molti lavoratori non siano a conoscenza dei vantaggi fiscali offerti da un fondo pensione, né di come questo abbia un rischio di perdita contenuto.

1.2.6 Rendimenti e composizione di portafoglio

Nei primi 9 mesi del 2022 per via dell’aumento inflazionistico alimentato dalla crisi energetica e dal conflitto Russia-Ucraina, i rendimenti registrati a settembre 2022 sono crollati al -10,6% per i fondi negoziali, mentre fondi aperti e PIP hanno registrato rispettivamente rendimenti negativi per -12,2% e -10,5%⁹. Precedentemente vi era stato un ulteriore calo, dei risultati di gestione causati dalla pandemia, anche se la COVIP giudicò l’impatto della crisi come limitato; la diffusione dei vaccini ha contribuito a contenere gli effetti della crisi ed a sostenere

⁹ <https://www.ilsole24ore.com/art/fondi-pensione-iscritti-quota-91-milioni-ma-crollano-rendimenti-anche-124percento-AEYPMnFC>

la ripresa della domanda a livello globale, a tale obiettivo hanno contribuito le iniziative di sostegno e rilancio messe in atto da governi e banche centrali. I rendimenti per tutte le gestioni restarono infatti positivi per tutto il 2021.

Tralasciando i risultati negativi registrati nel 2022, la bassa adesione ai fondi pensione in Italia è ancora più sorprendente se si osservano o buoni rendimenti dell'ultimo decennio. I fondi negoziali hanno registrato un rendimento medio annuo composto del 4,1%, i fondi aperti del 4,6%, i PIP di ramo III del 2,2%. Allungando l'orizzonte sino al primo semestre del 2022 i risultati restano comunque positivi: +3,1% per i fondi chiusi, +3,4% per i fondi aperti e +3,7% per i PIP. I risultati migliori si sono osservati per le linee di investimento con maggiore esposizione verso i titoli di capitale. I rendimenti dei comparti azionari si sono attestati in media all'11,1% nei fondi negoziali, al 14,4% dei fondi aperti ed al 18,8% nei PIP. Anche le linee bilanciate hanno registrato rendimenti medi positivi per tutte le forme pensionistiche. Analoghi risultati per i comparti obbligazionari misti, influenzati dalla componente azionaria. Hanno invece registrato rendimenti negativi gli obbligazionari puri pari a -0,3% nei fondi negoziali, -1,5% nei fondi aperti ed a -0,8% nei PIP ramo III. I comparti garantiti hanno conseguito rendimenti vicino allo zero per tutte le forme pensionistiche.

1.3 Le tipologie di fondi pensione

1.3.1 I fondi pensione chiusi o negoziali

I fondi pensione chiusi o negoziali nascono da accordi tra sindacati, associazioni di categoria e ordini professionali, hanno perciò origine contrattuale.

Sono definiti chiusi perché la loro adesione è indirizzata esclusivamente a lavoratori che appartengono alla stessa categoria professionale, alla stessa impresa od allo stesso gruppo professionale indicati dall'art.2 della legge 252 del 2005. Ecco perché l'adesione ai fondi chiusi può avvenire soltanto in forma collettiva, oltre volontaria. Il lavoratore può cioè iscriversi ad un fondo di questo tipo solo a seconda del suo status lavorativo e deve indicare la propria volontà di adesione ad uno specifico fondo entro 6 mesi dall'assunzione, se non viene presa una decisione a riguardo allora varrà il principio del "tacito assenso" ed il TFR del lavoratore verrà confluito al fondo negoziale di categoria.

A loro volta i fondi negoziali si distinguono in fondi aziendali o fondi di gruppo se realizzati per singole aziende o gruppi aziendali; fondi di categoria o fondi di comparto se realizzati per gruppi omogenei di lavoratori o per uno specifico settore di appartenenza e fondi territoriali se nascono da intese tra datori di lavoro e lavoratori appartenenti ad una specifica categoria od uno specifico territorio.

Sono fondi destinati sia a lavoratori pubblici che privati, soci lavoratori di

cooperative e lavoratori autonomi; i lavoratori dipendenti possono iscriversi se il loro contratto di lavoro prevede l'adesione al fondo di riferimento per quell'azienda in cui prestano servizio, in tal caso il lavoratore oltre a versare la propria quota di contributi potrà beneficiare della quota del datore di lavoro stabilita contrattualmente. Quest'ultimo punto segna la differenza tra fondi chiusi e le altre tipologie di fondi pensione italiani, nei fondi aperti e nei PIP il lavoratore iscritto non beneficia del contributo del proprio datore perciò nei fondi chiusi la contribuzione totale sarà data dalla somma del TFR, del contributo personale e dal contributo del datore di lavoro.

I fondi chiusi sono enti giuridicamente autonomi dal soggetto promotore che li istituisce; all'art.3 della legge 252/2005 viene disposto l'elenco dei soggetti che possono istituire questi fondi e le relative modalità: contratti ed accordi collettivi tra datori e lavoratori; accordi tra lavoratori autonomi/liberi professionisti promossi dai loro sindacati; regolamenti di enti o aziende; le regioni; accordi tra soci lavoratori e cooperative; accordi tra soggetti destinatari del d.lgs. n°565/1996; enti di diritto privato.

Ad oggi si contano 33 fondi pensione negoziali operanti in Italia. A fine 2021 l'ammontare complessivo del patrimonio gestito era di poco superiore a 65 miliardi di euro, con un incremento dell'8,2% rispetto al precedente anno. Le nuove adesioni (circa 348 mila) risultano per lo più essere riferite a lavoratori dipendenti. Dall'ultima relazione COVIP si legge come le adesioni siano in salita in particolar

modo per il fondo Prevedi che ha portato l'iscrizione di molti nuovi lavoratori del settore edile mediante l'iscrizione automatica al fondo; il fondo Prevedi è infatti responsabile di più della metà delle nuove adesioni ai fondi negoziali dell'ultimo anno per via dei numerosi incentivi fiscali riconosciuti per interventi di ristrutturazione ed efficientamento energetico che hanno rilanciato il settore edile. La stessa modalità tacita di adesione è stata introdotta nel 2021 anche dal fondo Arco a seguito dei rinnovi contrattuali per i settori dell'industria e delle PMI del legno, sughero, mobile ed arredamento.

Dei fondi negoziali operanti in Italia sono 4 che hanno attivato la possibilità di aderire a percorsi di investimento life-cycle: Telemaco, Pegaso, Previmoda e Solidarietà Veneto, che contano un totale di 14300 aderenti a tale tipologia di investimento. La maggior parte delle nuove adesioni (5300) a piano life-cycle sono riconducibili al fondo Solidarietà Veneto che ha introdotto l'offerta "Percorso Previdenziale Ideale" la cui sottoscrizione è l'opzione di default per quegli aderenti che non manifestino scelte differenti. Questo piano prevede un graduale spostamento annuale delle risorse da comparti più rischiosi a quelli con rischio più basso; la suddivisione tra comparti va in base all'età dell'aderente ed al momento dell'attivazione del percorso.

Le risorse raccolte risultano affidate a 47 gestori differenti, per un totale di 277 mandati totali dei quali 17 sono convenzioni in fondi di investimento alternativi: 9 di questi sono relativi a fondi di private equity che impiegano in totale 387 milioni

di euro di risorse e 6 ulteriori mandati sono relativi a fondi di private debt che impiegano 245 milioni di € di risorse, i restanti 2 mandati multi-asset nel settore di private equity e private debt. Il 51,5% delle risorse complessive viene gestito da operatori italiani, la restante parte da imprese straniere, ma se si considera che alcuni gestori italiani risultano appartenenti a gruppi stranieri, la quota gestita da operatori esteri sale al 68.4%.

La composizione del portafoglio dei fondi negoziali è costituita per il 56.4% da titoli di debito riguardo ai quali è prevalente la quota investita in titoli di paesi appartenenti all'Area €, anche se questa risulta essere in diminuzione dell'1,5% rispetto al 2020; l'investimento in titoli di stato italiani compone il 14,8% del totale dei titoli di debito, mentre diminuiscono gli investimenti in titoli di debito di emittenti statunitensi e giapponesi. Per tutte le forme pensionistiche si registra un aumento degli investimenti in Paesi non appartenenti alla moneta unica per via dell'uscita dell'Inghilterra dall'Unione Europea. Riguardo invece i titoli di capitale, la quota azionaria risulta essere del 25,8% sul totale del portafoglio complessivo, l'investimento in UE rappresenta il 9% del portafoglio titoli; mentre si registra un aumento del 3,3% di titoli emessi da residenti degli Stati Uniti, per un totale del 16,2% del portafoglio titoli di capitale.

1.3.2 I fondi pensione aperti

I fondi pensione aperti sono così chiamati perché possono accedervi tutti i lavoratori, indipendentemente dalla loro posizione lavorativa o categoria professionale. Sono fondi creati e gestiti, anche sul piano finanziario, direttamente dai soggetti che hanno istituito il fondo, quindi banche, assicurazioni, SIM e SGR e sono istituiti come patrimoni autonomi rispetto questi soggetti; il patrimonio è poi destinato unicamente al pagamento delle prestazioni degli iscritti, perciò non potrà essere attaccato dai creditori della società istitutrice in caso di fallimento di quest'ultima.

L'adesione a questi fondi può essere sia individuale che collettiva. Sul piano organizzativo sono poi composti da due organi: il responsabile del fondo, nominato direttamente dalla società istitutrice e che deve oltre che soddisfare i requisiti classici di onorabilità e verificare che i soggetti istitutori investano le risorse raccolte in strumenti finanziari che siano espressamente indicati nel documento sulla politica di investimento. L'altro organo è l'organismo di sorveglianza il quale si compone dei rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro, e vigila sull'amministrazione e la gestione del fondo verificando che il tutto avvenga nell'interesse degli iscritti.

A fine 2021 i fondi aperti registravano 1,74 milioni di posizioni in essere, con un aumento del 6,6% rispetto al 2020, al netto delle posizioni multiple di uno stesso lavoratore le posizioni sono di 1,69 milioni. Vi è da segnalare in questo caso una scarsa diffusione dei piani di investimento life-cycle nei fondi aperti: soltanto 10

fondi aperti offrono questa tipologia di linea di investimento ed il numero di posizioni in essere è di 336mila (COVIP, 2022).

Riguardo la gestione degli investimenti questi risultano costituiti per il 43,9% da investimenti in titoli di debito e dal 30,4% da titoli di capitale. Riguardo ai primi il 55% dei portafogli è costituito da titoli di stato italiani, mentre le azioni di società italiane costituiscono il 4.1% dei portafogli.

La composizione degli investimenti per area geografica vede appunto aumentare la quota di investimenti nel territorio italiano, mentre sono inferiori gli investimenti in titoli statunitensi rispetto ai fondi negoziali, quando invece la quota maggiore degli investimenti in titoli di capitale è rappresentata proprio da emittenti statunitensi.

1.3.3 I Piani Individuali Pensionistici (P.I.P.)

I Piani Individuali Pensionistici (di seguito “PIP”) sono forme di previdenza complementare di origine assicurativa, anch’essi istituiti come patrimonio autonomo e separato rispetto la società assicurativa istitutrice, quindi destinati alla sola erogazione delle prestazioni e non aggredibile dai creditori della società di assicurazione in caso di default della stessa. Si possono distinguere in PIP “nuovi” o PIP “vecchi” a seconda se la loro istituzione sia avvenuta prima o dopo l’entrata in vigore della legge n°252 del 2005, tale legge stabilisce che i PIP “vecchi” non possono essere più stipulati (le posizioni ancora residue sono pari a 322). Si

distinguono poi in base al contratto stipulato prima dell'adesione in PIP di ramo I e PIP di ramo III: i primi sono contratti di assicurazione vita in cui la posizione individuale si rivaluta in base ad una o più gestioni separate interne all'impresa assicurativa a cui ci si è rivolti. I PIP di ramo III sono anch'essi contratti di assicurazione sulla vita, ma esclusivamente di tipo Unit Linked dove cioè i rendimenti sono correlati al valore delle quote di uno o più fondi interni appartenenti alla stessa società assicurativa. Il momento dell'adesione è uguale a qualsiasi altra polizza assicurativa, dunque il risparmiatore valuterà la proposta più conveniente e quanto finanziare mensilmente. L'adesione è poi, come per i fondi pensione aperti, libera per tutte le tipologie di lavoratori che vogliano costruirsi una rendita integrativa indipendentemente dalla loro categoria professionale. Il funzionamento di ciascun PIP avviene seguendo il regolamento interno di ogni fondo dove viene indicato ciascun dettaglio: costituzione, importi dei contributi, modalità di calcolo della rendita ed il tipo di investimento che il fondo PIP andrà a fare per generare profitto. La compagnia assicurativa gestirà poi le risorse raccolte mediante la gestione separata, significa cioè che le risorse raccolte non potranno essere utilizzate dalla stessa assicurazione per altre operazioni finanziarie, ma solo per l'erogazione delle rendite. A fine 2021 si contano 3.6 miliardi di posizioni in essere (3,4 miliardi al netto delle posizioni multiple) ed un totale di 4.9 miliardi di € gestiti. 49 PIP sui 72 totali prevedono più di una linea di investimento e 26 di questi prevedono percorsi di tipo life-cycle. Le attività delle gestioni ramo I

risultano prevalentemente investite in titoli di debito, per una quota pari all'84,3% del totale, di cui il 57,4% è rappresentato da titoli di stato. Le gestioni di ramo III hanno invece un portafoglio complessivo composto dal 22,5% da titoli di debito tra i quali prevalgono i titoli di stato dei quali il 77,6% sono titoli di stato italiani, percentuale stabile rispetto gli anni precedenti; mentre diminuisce di punti percentuali la quota complessiva di paesi dell'Area euro. Gli investimenti in titoli di capitale vertono per la maggior parte in quote azionarie di emittenti statunitensi (32,9% sul totale dei titoli di capitale in portafoglio).

Capitolo 2

LA DIRETTIVA IORP II: CONSEGUENZE NELLA GESTIONE FINANZIARIA DEI FONDI PENSIONE

Prima di procedere alla parte dell'elaborato che tratta puramente di gestione finanziaria dei fondi pensione è opportuno analizzare quali siano le principali novità che la direttiva UE 2016/2341 ha comportato nei confronti dei fondi pensione europei. La direttiva “del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2016, relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (E.P.A.P.)” è comunemente chiamata IORP II (Institutional for Occupational Retirement Provision) ed il “II” fa riferimento al fatto che si tratta di una revisione di una direttiva comunitaria precedente, appunto la direttiva IORP I. IORP II è stata recepita in Italia con il decreto n°147 del 13 dicembre 2018 entrato in vigore dal 1°febbraio 2019 andando a modificare la precedente “Riforma Maroni” del 2005.

2.1 Caratteristiche di IORP I e sue revisioni

L'obiettivo primario di IORP II e di IORP I era il medesimo: creare per gli EPAP un quadro normativo unitario ed armonizzato a livello europeo così da svilupparne

il mercato. IORP I rappresentò una prima tappa legislativa verso la costituzione di un mercato interno all'Unione Europea della previdenza complementare su scala aziendale e professionale. Citando la stessa direttiva “un autentico mercato interno degli enti pensionistici è un elemento fondamentale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nell'Unione e per affrontare le sfide poste dall'invecchiamento della popolazione”. All'epoca della sua introduzione (2003) IORP I era parte di un più ampio progetto a livello europeo conosciuto come Financial Services Action Plan (FSAP – Piano d'azione sui servizi finanziari)¹⁰ approvato dalla Commissione Europea l'11 giugno 1999 che rappresentò un punto di avvio, dopo l'introduzione dell'euro, per realizzare la creazione di un'UE integrata dal punto di vista economico e finanziario e ciò richiedeva disciplinare anche i fondi pensione a livello europeo, in quanto istituzioni finanziarie che svolgono ruolo essenziale all'interno dei mercati. La direttiva fu un ottimo punto di avvio, di fatti non è stata stravolta con la revisione IORP II e molte disposizioni sono rimaste invariate, tuttavia se una revisione si è infine resa necessaria è chiaro che quanto disposto da IORP I non fu sufficiente al raggiungimento degli obiettivi prefissati. I motivi che portarono alla revisione sono di diversi tipi; vi sono anzitutto, come parlato nel precedente capitolo dell'elaborato, quei cambiamenti demografici che non hanno interessato solo l'Italia ma anche la maggior parte dei

¹⁰ https://www.bankpedia.org/index_voce.php?lingua=it&i_id=121&i_alias=p&c_id=21601-piano-di-azione-sui-servizi-finanziari

Paesi europei più sviluppati. L'aumento generale della qualità della vita e dei progressi in ambito sanitario hanno portato ad un minore tasso di mortalità che va però a braccetto con un basso tasso di natalità, mentre le precedenti dinamiche demografiche vedevano livelli di alta natalità ed alta mortalità assistendo perciò ad una costante crescita in termini di numero ed età della popolazione. Nell'attività dei fondi pensione è di fondamentale importanza sapere quale sarà l'aspettativa di vita alla nascita e capire a quali livelli questa possa mantenersi, ed è altrettanto importante tenere in considerazione l'eterogeneità delle aspettative di vita tra i Paesi, posto infatti che l'indicatore dell'aspettativa di vita è da anni in costante crescita permangono comunque delle diversità tra i vari Paesi e dato che IORP II ha tra gli altri l'obiettivo di accrescere l'attività transfrontaliera degli EPAP è fondamentale che fattori di questo tipo siano valutati; ad esempio l'Italia risulta avere un'aspettativa di vita alla nascita più alta del tasso medio europeo circa la longevità della popolazione e le proiezioni delle Nazioni Unite affermano che tale divario persisterà sino al 2090.

Oltre ai cambiamenti demografici anche motivi economico - finanziari hanno reso necessario revisionare la direttiva. A riguardo è chiaro che il tutto partì dalla crisi globale del 2007-2008 che ha impattato anche sui fondi pensione europei anzitutto perché ha ridotto le capacità di risparmio dei lavoratori europei e perciò si è ridotta anche la capacità degli aderenti a piani pensionistici di accumulare contributi da destinare alla forma di previdenza complementare. A titolo di esempio si prenda in

considerazione il tasso di risparmio dell'Italia nel 2004 paragonato a quello del 2019: nel 2004 in nostro Paese risultava avere un tasso di risparmio di circa il 15% del reddito annuo, inferiore soltanto a Germania e Belgio, mentre nel 2019 questo tasso si ridusse al 10% del reddito annuo, a fronte di un tasso medio annuo di risparmio nell'Eurozona del 14%. Il motivo è senza dubbio il calo dei redditi reali degli italiani che dopo la crisi del 2008 crollarono di 7 punti percentuali, a fare peggio fu soltanto la Grecia che ebbe una diminuzione del 20%¹¹ ma dovuta ad una crisi economica senza eguali. Tutto ciò ebbe impatto anche sui fondi pensione perché creò un'ulteriore elemento di eterogeneità interno all'Unione Europea e quindi ulteriore elemento che i fondi pensione debbono considerare nella loro attività transfrontaliera. Questi aspetti creano poi problemi di sostenibilità ed adeguatezza delle prestazioni perché andando a considerare ad esempio un fondo pensione che calcola le prestazioni che eroga con il metodo contributivo allora il rischio di non avere raccolto sufficienti risorse sarà più elevato.

La crisi ha poi innescato conseguenze negative sui rendimenti di breve periodo degli investimenti effettuati dagli EPAP e messo in evidenza che nel medio-lungo periodo vanno aumentate le tutele degli investitori ad esempio andando ad aumentare i comparti garantiti che assicurano quantomeno la restituzione della somma versata, ma soprattutto si è reso evidente di quanto siano necessarie

¹¹ https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/ameco-database_en

iniziative di educazione finanziaria che rendono consapevole l'investitore di come vengono gestiti i suoi contributi.

L'ulteriore crisi dei debiti sovrani del 2012, scaturita dalla precedente crisi del 2008, portò tagli ingenti alla spesa pubblica e quindi anche delle pensioni, tagli simili avvennero già tra gli anni '70 ed '80 quando sorsero i primi dubbi sulla sostenibilità delle pensioni nel lungo periodo dai quali nacquero le prime riforme che configurarono gli attuali sistemi multi-pilastro e quindi l'imprescindibilità della previdenza complementare negli schemi pensionistici di molti Paesi, specie se si considera che il tasso atteso di sostituzione nel 2040 sarà per molti Paesi attorno al 40%, quando il tasso obiettivo era dell'80%.

2.2 Inquadramento normativo di IORP II

Le premesse della direttiva IORP II affermano che l'obiettivo principale della normativa mira alla creazione di un "same playing field" a livello europeo per i fondi pensione. La direttiva parte dal presupposto di voler dare possibilità agli EPAP di operare in altri Stati membri mirando appunto ad un'armonizzazione minima e, usando le sue stesse parole, "facilitare ulteriormente la mobilità dei lavoratori tra gli Stati membri" e "garantire una sana governance, adeguata informativa degli aderenti allo schema pensionistico, la trasparenza e la sicurezza delle pensioni aziendali e professionali" oltre che garantire un adeguato livello di sicurezza per tutti i futuri pensionati ed una sana e prudente gestione dei piani

pensionistici. Tutto ciò fermo restando che il modo in cui sono regolamentati gli EPAP varia sensibilmente tra gli Stati membri e che gli schemi pensionistici vengono gestiti sia da fondi pensione che da assicurazioni sulla vita, dunque non è opportuno creare un approccio unico ed indifferenziato per gli EPAP né mettere in discussione la prerogativa degli Stati europei di gestire autonomamente la previdenza sia di secondo che di terzo pilastro. Già dopo l'entrata in vigore di IORP I l'attività transfrontaliera degli EPAP era stata limitata proprio a causa dell'eterogeneità delle norme nazionali di diritto della sicurezza sociale e del lavoro, alle quali vanno aggiunti i costi di gestione degli schemi pensionistici su base transfrontaliera da parte degli EPAP, IORP II interviene allora per incoraggiare gli Stati membri a costituire sistemi pensionistici che agevolino la loro attività extra-nazionale e che siano adeguati, sicuri e sostenibili.

Un ulteriore aspetto importantissimo sul quale la direttiva pone l'attenzione è contenuto al punto 10 delle premesse della direttiva dove si legge "gli Stati membri dovrebbero tutelare i lavoratori dalla povertà in età avanzata e promuovere sistemi pensionistici integrativi legati ai contratti di lavoro quale integrazione delle pensioni pubbliche".

Chiarite quali sono le premesse e gli obiettivi di IORP II occorre ora analizzare il suo quadro normativo. L'art.1 chiarisce che le disposizioni della direttiva si applicano agli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP), l'art.7 stabilisce poi che l'attività di quest'ultimi deve essere limitata all'esercizio di tali attività ed

altre collegate. L'art.2 elenca poi i soggetti ai quali la direttiva non viene applicata, disponendo poi all'art.5 che gli Stati membri hanno facoltà di escludere dalla direttiva gli EPAP che contano un numero di aderenti inferiori ai 100.

L'art.3 dispone che i fondi pensione che gestiscono anche schemi pensionistici rientranti nel sistema di previdenza obbligatoria debbano costituirsi come patrimoni autonomi, e cioè le passività ed attività corrispondenti sono separate ("ring-fenced") e non possono essere trasferite agli schemi pensionistici obbligatori e viceversa. All'art.8 viene disposta la separazione giuridica tra l'EPAP e l'impresa promotrice (definita all'art.6 come l'impresa che agisce in qualità di datore di lavoro o di lavoratore autonomo, oppure come loro combinazione, che offre uno schema pensionistico e versa contributi ad un EPAP), creando un principio fondamentale a tutela degli interessi e delle risorse degli aderenti e dei beneficiari nel caso di fallimento dell'impresa promotrice. All'art.10 vengono sanciti i requisiti di gestione e stabilito che gli Stati membri provvedano affinché gli EPAP abbiano regole di gestione definiti in modo adeguato per ciascun schema pensionistico e che le prestazioni vengano finanziate regolarmente dall'impresa promotrice che le garantisce. L'art.11 elenca le regole per disciplinare l'attività transfrontaliera degli EPAP ed i requisiti necessari per svolgerla, ciò riguarda requisiti in termini di autorizzazione che gli EPAP debbono ottenere dallo Stato membro ospitante e da quello di origine e le attività di vigilanza a cui saranno sottoposti. Il successivo art.12 disciplina il trasferimento di risorse tra 2 EPAP operanti in Stati membri

diversi (trasferimento transfrontaliero), definiti come EPAP trasferente ed EPAP ricevente, elencando tutti i requisiti sempre in termini di autorizzazione che i 2 soggetti debbano possedere.

2.2.1 Requisiti quantitativi

I successivi articoli (dall'art.13 all'art.19) contengono disposizioni circa i requisiti quantitativi che gli EPAP devono possedere. IORP II prevede anzitutto che gli EPAP “costituiscano in qualsiasi momento, in relazione alla complessità degli schemi pensionistici che gestiscono, passività di un ammontare adeguato agli impegni finanziari derivanti dal portafoglio da essi detenuto” e di come spetti agli Stati membri di origine la vigilanza su tali riserve tecniche. L'ammontare delle riserve deve essere calcolato con cadenza annuale, oppure triennale se l'EPAP fornisce all'autorità di vigilanza competente ed ai suoi aderenti una certificazione o una relazione degli adeguamenti per gli anni intermedi. L'importo preciso delle riserve viene poi calcolato seguendo metodi attuariali sufficientemente prudenti in relazione a tutti gli impegni dell'EPAP circa prestazioni e contributi. Il calcolo attuariale deve essere sufficiente ad assicurare la continuazione dell'erogazione ai beneficiari delle pensioni e di tutte le prestazioni già in fase di godimento. I tassi di interesse massimi utilizzati vengono scelti sulla base di criteri di prudenza e secondo le norme vigenti dello Stato membro in questione e determinati in funzione del rendimento degli attivi detenuti dall'EPAP, dei rendimenti stimati

futuri degli investimenti e dei rendimenti di mercato di obbligazioni di alta qualità, di obbligazioni governative, di obbligazioni del meccanismo europeo di stabilità, della Banca europea degli investimenti o del Fondo europeo di stabilità finanziaria. L'art.14 dispone poi che lo Stato membro di origine imponga ad ogni EPAP che questi dispongano in qualsiasi momento di attività sufficienti e congrue a copertura delle riserve tecniche, con la possibilità che il fondo pensione abbia, per un periodo limitato, risorse non sufficienti a tale scopo, a condizione che venga predisposto un piano di risanamento autorizzato dall'Autorità di vigilanza dello Stato membro di origine. Per i fondi pensione che si assumono l'impegno di coprire rischi biometrici o che garantiscono un certo livello di rendimento degli investimenti od un livello minimo di prestazioni è previsto l'obbligo di mantenere, su base permanente, attività supplementari rispetto le riserve tecniche che fungano da margine di sicurezza, definite come "fondi propri obbligatori".

All'art.16 viene definito il calcolo per il margine di solvibilità disponibile "sufficiente per l'insieme delle sue attività almeno equivalente ai requisiti fissati dalla presente direttiva". Tale margine è costituito dal patrimonio dell'EPAP al netto degli elementi immateriali (capitale sociale versato, riserve, utili o perdite e riserve di utili che figurano nello stato patrimoniale) con la possibilità lasciata agli Stato membri di poter permettere che anche azioni preferenziali cumulative ed i prestiti subordinati concorrano a formare il margine.

L'altro margine che la direttiva impone ai fondi pensione è il margine di solvibilità

richiesto, disciplinato all'art.17 e dato dalla somma di 2 risultati:

il primo risultato: “un valore corrispondente al 4 % delle riserve matematiche relative alle operazioni dirette e alle accettazioni in riassicurazione, senza deduzione delle cessioni in riassicurazione, moltiplicato per il rapporto, non inferiore all'85 %, esistente nell'esercizio precedente tra l'importo delle riserve matematiche, previa detrazione delle cessioni in riassicurazione, e l'importo lordo delle riserve matematiche”; il secondo risultato: “per i contratti i cui capitali sotto rischio non sono negativi, un valore corrispondente allo 0,3 % di tali capitali presi a carico dall'EPAP moltiplicato per il rapporto, non inferiore al 50 %, esistente, per l'esercizio precedente, tra l'importo dei capitali sotto rischio che rimangono a carico dell'EPAP, dopo aver detratto le cessioni e le retrocessioni in riassicurazione, e l'importo dei capitali sotto rischio, senza detrazione della riassicurazione”.

Il successivo articolo 18 v  a disciplinare il calcolo del margine di solvibilit  minimo richiesto per le assicurazioni complementari alle polizze vita, dato dal valore pi  elevato tra 2 risultati definiti come base dei sinistri e base dei premi.

2.2.2 Gestione degli investimenti

All'ultimo articolo 19 relativo alla sezione su requisiti quantitativi vengono contenute le norme relative agli investimenti, di particolare interesse per lo scopo dell'elaborato. Il principio sul quale IORP II disciplina la gestione degli investimenti da parte dei fondi pensioni europei   quello della “persona prudente”,

dal quale derivano tutta una serie di disposizioni in cui l'articolo si dirama. Nello specifico l'articolo richiede che l'EPAP investa la propria attività nel miglior interesse a lungo termine degli aderenti e dei beneficiari, chiedendo poi che questa disposizione sia rispettata nel caso di potenziale conflitto di interessi. L'articolo chiede poi che le attività vengano investite al fine di garantire la sicurezza, la qualità e la redditività del portafoglio, che via sia un'adeguata diversificazione per evitare un'eccessiva concentrazione del rischio e che gli investimenti siano proporzionati alle dimensioni ed alla natura del fondo e delle prestazioni promesse.

Detti tali principi generali relativi agli investimenti vi sono poi regole che i fondi pensione devono seguire nell'investire le risorse raccolte; nello specifico gli investimenti devono essere orientati in misura predominante sui mercati regolamentati, MTF o OTF; questo non rappresenta un divieto ad investire in attività che non sono ammesse allo scambio su mercato finanziario regolamentato, MTF o OTF, ma un avvertimento su livelli prudenziali tali investimenti.

L'investimento in strumenti derivati è consentito solo se tali strumenti contribuiscono a ridurre il rischio di investimento o facilitare la gestione efficiente del portafoglio.

Riguardo limiti prettamente quantitativi, l'investimento nell'impresa promotrice non possono superare il 5% del portafoglio complessivo; se invece l'impresa promotrice appartiene ad un gruppo, gli investimenti nelle imprese di questo stesso gruppo non possono superare il 10% del portafoglio; se l'EPAP è promosso da più

imprese, gli investimenti in tali imprese sono effettuati secondo criteri prudenziali e con un'adeguata diversificazione. Riguardo quest'ultimo principio viene lasciata facoltà agli Stati membri di non applicarlo e di non applicare il principio dell'adeguata diversificazione se gli investimenti dovessero riguardare titoli di Stato. Agli Stati membri vengono imposti i compiti di verificare che le autorità competenti vigilino sull'adeguatezza delle procedure di valutazione del credito degli EPAP e valutare l'utilizzo dei riferimenti ai rating emessi da agenzie di rating e se questi vengano usati dagli enti pensionistici in maniera esclusiva e meccanica. Lo Stato membro vieta poi all'EPAP di ottenere prestiti (che non siano temporanei o per esigenze di liquidità) o di agire da garante in favore di terzi.

Ai singoli Stati viene lasciata discrezionalità di imporre regole ancor più dettagliate di quelle disposte da IORP II, purché queste siano giustificate da criteri prudenziali. Una novità in materia di gestione degli investimenti rispetto alla precedente IORP I sta nel fatto che con IORP II gli Stati membri non possono imporre determinati limiti agli investimenti in fondi esteri che effettuano attività transfrontaliera nel proprio territorio, cosa che in precedenza era soggetta a precisi limiti.

In ultima analisi la direttiva lascia libertà agli EPAP di:

- investire fino al 70% delle attività a copertura delle riserve tecniche o del portafoglio complessivo per gli schemi i cui aderenti sopportano il rischio di investimento in azioni, titoli negoziabili equiparati ad azioni ed

obbligazioni di società ammesse allo scambio nei mercati regolamentati, ETF e OTF e decidere sul peso relativo di tali titoli nel loro portafoglio di investimento;

- investire fino al 30 % delle attività a copertura delle riserve tecniche in attività denominate in monete diverse da quelle in cui sono espresse le passività;
- investire in strumenti che hanno un orizzonte di investimento a lungo termine e non sono scambiati in mercati regolamentati, MTF o OTF;
- investire in strumenti emessi o garantiti dalla BEI e forniti nel quadro del Fondo europeo per gli investimenti strategici, dei fondi di investimento europei a lungo termine, dei fondi europei per l'imprenditoria sociale e dei fondi europei per il venture capital.

2.2.3 Sistema di governance

Passando ad analizzare la parte della direttiva IORP II contenente le disposizioni in termini di governance, si è già detto come sia fondamentale che gli EPAP siano dotati di un efficace sistema di governance che consenta loro di adottare una sana e prudente gestione dei loro investimenti, il che comporta naturalmente anche i requisiti classici di onorabilità e competenza in capo alle persone che gestiscono effettivamente l'EPAP e svolgono le funzioni fondamentali al suo interno. IORP II definisce infatti quelle che sono le funzioni fondamentali di cui gli EPAP devono

dotarsi: una funzione di gestione del rischio, una funzione di audit interno e, se applicabile, una funzione attuariale (disciplinate rispettivamente agli articoli 25-26-27 del testo della direttiva). L'EPAP deve essere in grado di gestire ed organizzare tali funzioni in autonomia, senza che ciò comporti oneri eccessivi, poiché si deve tenere conto della dimensione, della natura, della portata e della complessità delle attività dell'EPAP. La direttiva prevede che queste funzioni debbano essere svolte da una singola persona o da una singola unità organizzativa, con la possibilità che, ad eccezione della funzione di audit interno, possano essere cumulate tra loro. Le funzioni possono poi essere affidate a soggetti esterni, purché tale soggetto non svolga funzioni simili all'interno dell'impresa promotrice, fermo restando che la responsabilità ultima rimarrà in capo all'organo amministrativo del fondo pensione per non creare disparità tra i fondi pensione che esternalizzano queste funzioni ed i fondi che le gestiscono direttamente. A tal proposito la normativa italiana prevede che il potere ispettivo della COVIP possa estendersi anche ai soggetti verso i quali l'attività viene esternalizzata, se non già vigilate da altre authority.

Riguardo la situazione della previdenza complementare italiana, i timori erano che i fondi pensione italiani di piccole dimensioni non fossero in grado di creare una gestione interna delle funzioni fondamentali dovendo perciò necessariamente ricorrere alla via dell'esternalizzazione con quindi potenziali conseguenze che ne sarebbero derivate riguardanti il monitoraggio e la corretta gestione dei processi di legge, dato l'obbligo di responsabilità di ultima istanza in capo all'organo

amministrativo del fondo pensione¹², tuttavia il processo di razionalizzazione in atto ancora oggi nel mercato della previdenza complementare italiana ha fatto venire meno tali paure.

Gli EPAP dovranno poi creare politiche scritte in relazione alla gestione delle tre funzioni; queste politiche scritte saranno soggette all'approvazione dell'autorità di vigilanza competente e riesaminate almeno ogni 3 anni e riadattate in vista di qualsiasi variazione significativa del sistema o del settore interessato (art.21, comma 3).

La direttiva pone particolare attenzione al sistema di gestione interna del rischio, lasciando comunque ampia discrezionalità ai fondi pensione. La quantificazione dei rischi dipenderà dalla natura e dimensioni di ciascun fondo nonché dalla complessità della loro attività. Se ad esempio si considera un fondo a contribuzione definita andranno coperti perlomeno i rischi connessi all'investimento (mercato, liquidità, credito, concentrazione, ESG) e i rischi operativi relativi agli investimenti stessi, alla gestione amministrativa e previdenziale¹³.

Nello specifico la valutazione interna del rischio prevede che l'EPAP esegua:

¹² <https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/ilpunto/pensioni/funzioni-fondamentali-post-iorp-ii-responsabilita-ed-esternalizzazione.html>

¹³ <https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/ilpunto/pensioni/i-fondi-pensione-e-il-processo-di-adequamento-alla-direttiva-europea-iorp-ii.html>

- una descrizione del modo in cui la valutazione dei rischi è integrata nel processo gestionale e nei processi decisionali dell'EPAP;
- una valutazione dell'efficacia del sistema di gestione dei rischi;
- una descrizione del modo in cui l'EPAP previene i conflitti d'interesse con l'impresa promotrice, qualora l'EPAP esternalizzi funzioni fondamentali all'impresa promotrice conformemente all'articolo 24;
- una valutazione del fabbisogno finanziario globale dell'EPAP, ivi inclusa una descrizione del piano di risanamento ove applicabile;
- una valutazione dei rischi per gli aderenti e i beneficiari in merito all'erogazione delle loro prestazioni pensionistiche e all'efficacia di un'eventuale azione correttiva tenendo conto, ove applicabile, di meccanismi di indicizzazione e meccanismi di riduzione delle prestazioni;
- una valutazione qualitativa dei meccanismi di protezione delle prestazioni pensionistiche, tra cui, a seconda dei casi, garanzie, impegni e qualsiasi altro tipo di sostegno finanziario da parte dell'impresa promotrice, l'assicurazione o la riassicurazione da parte di un'impresa disciplinata dalla direttiva 2009/138/CE o la copertura da parte di uno schema di tutela delle pensioni, a favore dell'EPAP o degli aderenti e dei beneficiari;
- una valutazione qualitativa dei rischi operativi;
- nei casi in cui nelle decisioni di investimento siano tenuti in conto fattori ambientali, sociali e di governance, una valutazione dei rischi nuovi o

emergenti, compresi i rischi relativi ai cambiamenti climatici, all'uso delle risorse e all'ambiente, i rischi sociali e i rischi connessi al deprezzamento degli attivi in conseguenza di modifiche normative.

2.2.4 Il fattore ESG nella previdenza complementare

L'adattamento dei fondi pensione a tematiche ambientali e più in generale a tematiche ESG appare del tutto naturale dato l'orizzonte di medio-lungo periodo a cui si guarda nell'ambito di investimenti previdenziali. IORP II vuole perseguire l'obiettivo di sensibilizzare i fondi pensione sull'importanza di considerare i fattori "Environmental, Social and Governance" (ESG) nelle scelte di gestione degli investimenti. Nel testo della direttiva si legge infatti che il tenere conto del potenziale impatto a lungo termine delle decisioni di investimento sui fattori ESG rientra nell'ambito del principio della "persona prudente"; una sana e prudente gestione è di fatti considerata tale se considera anche fattori ESG nella sua attività di investimento.

Prima di procedere ad analizzare cosa prevede IORP II riguardo tali tematiche va detto che l'ordinamento italiano non ha subito stravolgimenti a seguito dell'entrata in vigore della direttiva; la disciplina italiana riguardante la previdenza complementare risultava infatti già particolarmente avanzata rispetto ai requisiti posti dalla direttiva IORP II. Nello specifico in materia di ESG la disciplina italiana prevedeva da tempo all'art.6 del d.lgs. 252/2005 l'obbligo per i fondi pensione di

comunicare se nelle scelte di gestione siano stati applicati criteri ESG: “le forme pensionistiche complementari sono tenute ad esporre nel rendiconto annuale e, sinteticamente, nelle comunicazioni periodiche agli iscritti, se ed in quale misura nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio si siano presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali”.

Gli elementi di novità sono allora rappresentati dall'integrazione dei fattori ESG nell'attività di risk management del fondo e da una maggiore trasparenza informativa circa le modalità con cui la politica di investimento tiene conto di questi fattori. La direttiva prevede che, nell'ambito della nuova funzione di gestione interna del rischio debbano venire considerati tali aspetti e di includere nell'ambito della valutazione interna del rischio fatta ogni 3 anni delle valutazioni dei rischi ambientali, compresi i cambiamenti climatici, dei rischi sociali e dei rischi connessi al deprezzamento degli attivi in conseguenza di modifiche normative. In questo senso rischi per gli investitori possono essere “fisici” (eventi climatici e catastrofi naturali), “tecnologici” (termine di rischio che rimanda all'introduzione di metodologie e prodotti volti sia alla mitigazione dei problemi legati al cambiamento climatico sia all'adattamento di comunità locali ai danni già manifestati o che si manifesteranno inevitabilmente), “legali” (rivolti a tutti i settori a cui verranno applicate misure legali più vincolanti in termini di consumo e di inquinamento) e “reputazionali” (riferito ad eventuali rifiuti od insufficiente attenzione dell'azienda

verso l'ambiente)¹⁴.

Anche il documento scritto sulle politiche di investimento dovrà illustrare il modo con il quale la politica di investimento tiene conto dei fattori ESG.

Per riassumere, leggendo il testo della direttiva, è opportuno che gli Stati membri impongano agli EPAP di riferire espressamente se tali fattori sono presi in considerazione nelle decisioni di investimento e in che modo fanno parte del loro sistema di gestione dei rischi. Tuttavia la normativa europea non impedisce agli enti pensionistici di precisare che tali fattori ESG non sono al contrario presi in considerazione nella loro politica di investimento o che il predisporre un sistema di controllo della pertinenza e rilevanza di tali fattori abbia costi sproporzionati rispetto alle dimensioni e natura del fondo e delle sue attività. In base ad IORP II il fondo pensione non è quindi obbligato ad investire in aziende sostenibili ma deve verificare se le società partecipate rientrino nelle tematiche ESG o meno.

2.3 Aspettative future

Nell'ultima parte di questo capitolo dell'elaborato verranno offerte delle considerazioni circa l'entrata in vigore di IORP II e del panorama europeo dei fondi pensione in futuro. Per tale scopo si userà come punto di riferimento una ricerca pubblicata nel dicembre del 2018 da Amin Rajan intitolata "Rocky Road for the

¹⁴ <https://www.diritto bancario.it/art/iorp-ii-i-fattori-esg-nei-processi-di-investimento-degli-enti-pensionistici/>

European Union: Pension Plans' Response". La ricerca si svolse nel periodo in cui IORP II era entrata in vigore da pochi mesi ed il suo obiettivo primario era capire se a distanza di 10 anni l'Unione Europea si fosse ripresa dagli strascichi della crisi del 2008 per poi trarre conclusioni sul contesto europeo in cui IORP II entrò in vigore ed in che modo questa direttiva avrebbe influenzato l'attività dei fondi pensione europei. La ricerca condotta da Rajan si è incentrata su di un sondaggio sottoposto a 149 fondi pensione europei, i quali detenevano attivi complessivi pari a 1,89 trilioni di euro. Questi enti pensionistici partecipanti alla ricerca erano per il 59% di natura privata, contro il 28% appartenenti al settore pubblico e la parte restante di natura sia pubblica che privata; i piani di investimento offerti da questi fondi pensione erano per il 47% a prestazione definita (Pure DB – Defined Benefit), il 29% a contribuzione definita (Pure DC – Defined Contribution) e la restante parte di natura ibrida e mista.

Il sondaggio si sostanziava in 4 principali tematiche riguardo alle quali i fondi pensione furono chiamati ad esprimersi:

- “L'economia dell'UE ha finalmente avuto una svolta dalle conseguenze della crisi del 2008?”
- “In caso contrario, quali azioni potranno aiutare il processo di guarigione?”
- “Quali saranno i nuovi rischi che sorgeranno ed in che modo influenzeranno l'asset allocation dei fondi pensione?”

- “In che modo IORP II influenzerà il panorama pensionistico europeo?”

La ricerca è stata poi arricchita con interviste individuali a 30 dei fondi pensione partecipanti.

Riguardo l'ultimo punto della ricerca, è parere unanime tra i fondi pensione europei che IORP II avrà effetti significativamente positivi sull'efficacia e sull'efficienza dell'attività degli enti pensionistici. Questo buon auspicio è dovuto anzitutto al fatto che, nel periodo della ricerca, era previsto un generale consolidamento del settore della previdenza complementare a livello europeo; consolidamento che in precedenza avveniva solo tra enti pensionistici minori a livello nazionale per via delle differenze normative che avrebbero comportato maggiori costi per gestire piani pensionistici in giurisdizioni diverse. Mentre con l'entrata in vigore di IORP II si è creata un'uniformità normativa a livello europeo tale da permettere l'avvio del processo di consolidamento previsto ed auspicato ai tempi della ricerca. Un esempio riportato all'interno dell'articolo di ricerca cita il caso del settore privato pensionistico olandese, che negli ultimi 20 anni ha subito una riduzione dei fondi pensione operanti nel suo mercato del 75%, e simile dinamica sta avvenendo nei fondi pensione pubblici del Regno Unito. Mentre riguardo il nostro Paese, nell'ultima relazione COVIP si cita più volte il processo di aggregazione che sta interessando molti fondi pensione italiani, in particolare i cosiddetti preesistenti, affermando che vi sia ad oggi un consolidamento che sta facendo accrescere la

dimensione dei singoli operatori, favorendo l'adeguamento agli standard circa struttura organizzativa e governance introdotti con IORP II. Citando i casi più importanti avvenuti recentemente nel settore della previdenza complementare del nostro Paese, lo scorso 27 maggio Intesa San Paolo ha avviato la procedura di fusione del Fondo di Previdenza della Cassa di Risparmio di Firenze all'interno del "Fondo Pensione a Prestazione Definita del Gruppo Intesa San Paolo"; il "Fondo Previdenza CR Firenze", come si legge dall'ultimo report pubblicato, contava a fine 2021 un numero di iscritti pari a 3204 ed un attivo netto di circa 411 milioni di euro. In precedenza tra le varie operazioni di razionalizzazione avvenute nel corso del 2021, di particolare rilievo vi è la confluenza da parte del Gruppo Unicredit di tutte le forme pensionistiche (sia a contribuzione definita che a prestazione definita) presenti nel Gruppo all'interno dell'unico fondo "Fondo Pensione per il Personale delle Aziende del Gruppo Unicredit". Speculare operazione è stata avviata nel corso del 2020 da Gruppo bancario Monte Paschi di Siena che ha visto la razionalizzazione del proprio settore di previdenza complementare all'interno dell'unico fondo "Fondo Pensione Monte dei Paschi di Siena", dove erano già in precedenza confluite tutte le forme a contribuzione definita del Gruppo e con questo processo c'è stato anche la confluenza di tutte le forme a prestazione definita. Stesso tipo di razionalizzazione si è avuto nell'ambito del Gruppo Cassa di Risparmio di Asti dove ad oggi vi è l'unica forma pensionistica "Fondo Pensione Integrativo per il Personale della Cassa di Asti s.p.a.". Anche nel settore

assicurativo si sono realizzate operazioni di concentrazione: la più rilevante degli ultimi periodi è stata la fusione nell'unico fondo "Cassa di Previdenza dei Dipendenti del Gruppo Assimoco – Fondo Pensione" delle due precedenti distinte forme pensionistiche del Gruppo assicurativo Assimoco.

Un ultimo rilevante esempio avvenuto nel mercato italiano a cavallo dei mesi in cui IORP II veniva introdotta è costituito dalla fusione tra i fondi Cooperlavoro, Previcoper e Filcoop, 3 fondi di previdenza complementare al quale aderivano i lavoratori del sistema cooperativo, che complessivamente contavano 117 mila iscritti e 1,8 miliardi di euro di patrimonio gestito. Il fondo che ne è nato "Previdenza Cooperativa" si collocò tra i maggiori fondi pensione italiani: 5° posto per iscritti ed 8° posto per patrimonio¹⁵.

Operazioni di questo genere consentono un maggior contenimento dei costi mediante le economie di scale ed un miglioramento della dinamica dei rapporti contrattuali con gli enti gestori delle risorse patrimoniali, oltre che una migliore qualità dei servizi offerti e degli assetti organizzativi.

Dall'altro lato i costi citati sono il principale svantaggio derivante dall'entrata in vigore della direttiva. Secondo una stima della società britannica AON e riportata dal Sole24ore l'arrivo di IORP II comporterà per i fondi pensione italiani in media

¹⁵ <https://www.ilsole24ore.com/art/fusione-i-fondi-pensione-settore-cooperativo-AEkWZNa>

centomila euro di costi annuali in più¹⁶. È proprio il far fronte a maggiori costi annuali che ha avviato i processi di fusione tra i fondi pensione minori e di fusione in fondi pensione di dimensione più grande ed è lecito aspettarsi che questa razionalizzazione del settore porterà ad avere un mercato europeo della previdenza complementare più competitivo ed efficiente, con un maggior numero di iscritti e di risorse gestite. È quindi legittimo aspettarsi che si realizzerà la tanto auspicata sostenibilità di lungo periodo delle pensioni ed un mantenimento del tenore di vita durante l'ultima fase di vita.

Posto che la riduzione dei costi sia il “main driver” del processo di consolidamento, Rajan cita come ulteriori fattori che accelerano tale processo il fatto che molti fondi pensione di piccole dimensioni mancano di competenze e governance adeguata per operare in attività più rischiose, oppure il fatto che non siano in grado di gestire potenziali situazioni di conflitto di interesse.

Assieme ai benefici già citati, i fondi pensione partecipanti alla ricerca hanno indicato i seguenti aspetti come i vantaggi principali che IORP II avrebbe comportato alla loro attività:

¹⁶ <https://www.bluerating.com/fondi-e-polizze/579883/fondi-pensione-piu-costi-con-le-regole-europee-2>

Figure 3.3 What do you see as the key benefits of IORP II?



Source: Amundi Asset Management/CREATE-Research Survey 2018

La ricerca di Rajan non manca di focalizzarsi anche su tematiche ESG, entrate a pieno regime nell’operatività dei fondi pensione. Nell’anno in cui la ricerca è stata condotta circa 20 trilioni di dollari erano stati investiti sulla base di criteri ESG. Una scelta d’investimento può integrare tematiche ESG in 3 maniere: usando criteri di esclusione tali da eliminare aziende, od interi settori, che non sono allineati con criteri “etici” degli investitori; valutando totalmente un’azienda seguendo misure ESG oppure focalizzarsi su specifici target sociali od ambientali svincolati da rendimenti finanziari.

Ai partecipanti è stato chiesto quale delle tre componenti ESG individuali fosse considerata la più importante nell’ottica di un investimento di lungo periodo, con il risultato che la componente “Governance” è stata indicata come la preponderante delle tre dal 45% degli intervistati, seguita dalla componente “Environmental” per

il 30% e quella “Social” per il 24%. La parte “Governance” è perciò il punto di partenza di un investimento ESG per la maggior parte degli investitori perché gioca un ruolo chiave nel capire se e come la visione dei mercati e le pratiche commerciali di un’azienda siano indirizzate ad obiettivi sostenibili. I fondi pensione intervistati sono però concordi nell’affermare che esclusioni “etiche” senza valido fondamento non giovano al rendimento dell’investimento.

Ai tempi della ricerca di Rajan non erano ancora presenti sufficienti dati, in termini di quantità ed affidabilità, che confermassero il ruolo dell’ESG all’interno della dinamica rischio-rendimento ed in che modo possa influenzare l’uno l’altro indicatore nel lungo periodo. Se quindi da un lato mancano indicatori matematici per l’ESG paragonabili ai più classici usati in finanza dall’altro lato è vero che informazioni di natura ESG possano far arrivare a conclusioni su rischi futuri a cui modelli statistici – matematici potrebbero non arrivare.

Capitolo 3

GESTIONE FINANZIARIA DEI FONDI PENSIONE

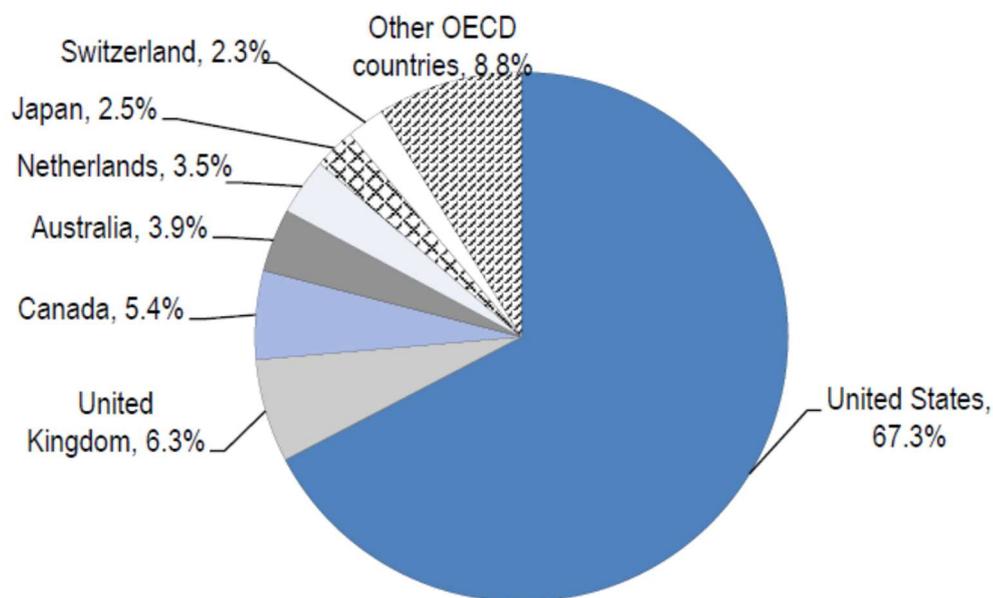
3.1 Panoramica internazionale

Passando ora alla parte dell'elaborato che tratta meramente di gestione finanziaria dei fondi pensione è bene iniziare facendo una panoramica generale sull'attuale situazione a livello mondiale della gestione delle risorse gestite dai fondi pensione. Utilizzando come fonte di dati la ricerca "Pension Markets in Focus" pubblicata dall'OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico) nel giugno del 2022 a fine 2021 si contavano 58.9 trilioni di dollari di asset pensionistici gestiti dai paesi dell'area OCSE e 56.3 trilioni di dollari gestiti nelle restanti giurisdizioni dei quali 37.7 trilioni sono accumulati nei fondi pensione; gli attivi dei fondi pensione del complesso dell'area OCSE sono pari al 67% del PIL dell'Area. Rispetto a fine 2020 l'aumento degli asset gestiti è stato del 7%. In termini assoluti i paesi che gestiscono la maggiore quantità di asset pensionistici sono Stati Uniti e Canada, in Europa il primato è occupato dal Paesi Bassi, Svizzera e Regno Unito, mentre Australia e Giappone primeggiano nella zona asiatica e dell'Oceania. Il paragone tra gli asset pensionistici gestiti e la grandezza economica dei paesi se misurata dal PIL fornisce un quadro migliore dell'importanza economica dei piani

pensionistici a livello delle singole nazioni: negli ultimi 2 decenni gli asset pensionistici sono cresciuti più velocemente di quanto sia cresciuto il PIL, nell'area OCSE sono 9 su 38 i paesi che gestiscono asset pensionistici superiori all'ammontare del loro PIL, mentre a fine 2011 erano in 6 ma in generale non ci sono stati paesi che abbiano registrato una diminuzione degli asset gestiti.

Altro modo di quantificare la portata del sistema previdenziale di un Paese è guardando la dimensione dell'economia dei singoli paesi, ad esempio in Islanda sono gestiti asset pensionistici pari a 54 miliardi di dollari, che possono sembrare di bassa quantità se paragonati ad altre giurisdizioni, ma che in realtà sono pari a ben il 219% del suo Pil. Al contrario paesi come Cina ed India gestiscono un ammontare di risorse inferiori al 20% del loro PIL, sorprendente se si considera la portata dell'economia cinese (il China Investment Corporation Fund è comunque tra i maggiori fondi mondiali per patrimonio gestito).

All'interno dell'area OCSE, il sistema pensionistico più grande è quello degli Stati Uniti con un totale di risorse gestite pari a 40 trilioni di dollari che rappresentano il 67,3% del totale dell'area OCSE. Al secondo posto c'è il Regno Unito con 3.8 trilioni di dollari gestiti pari al 6,3% delle risorse gestite nell'area OCSE. I posti successivi sono occupati dal Canada (3.2 trilioni di dollari gestiti, il 5,4% degli asset pensionistici dell'area OCSE), dall'Australia (2.3 trilioni di dollari gestiti), dai Paesi Bassi (2.1 trilioni di dollari gestiti), dal Giappone (1.5 trilioni di dollari gestiti) e dalla Svizzera (1.4 trilioni di dollari gestiti).



Distribuzione geografica degli asset pensionistici nell'area OCSE a fine 2021 come percentuale sul totale degli asset, fonte "OECD (2023), Pension Markets in Focus 2022"

Riguardo la sola Europa, la Danimarca è ad oggi il Paese OCSE tra quelli europei col più grande ammontare di risorse gestite a fine 2021 (233% del suo PIL), seguita da Islanda (219% del suo PIL) ed Olanda (213% del suo PIL).

La Grecia detiene il primato di Paese europeo con la crescita di asset gestiti più sostanziosa, con il 39% di crescita media annua nominale, dovuta ad un'operazione di razionalizzazione nel 2013 che ha interessato 4 tra i maggiori fondi del Paese. Tra i pochi paesi che non ha seguito questo trend di crescita vi è la Polonia che è stata tra i pochi a fine 2021 a trovarsi con asset gestiti inferiori a quelli che gestiva a fine 2011 per via di una riforma pensionistica nel 2014 che ha portato ad un calo significativo delle attività pensionistiche gestite, come le obbligazioni sovrane

nazionali detenute dai fondi pensione aperti del Paese che sono state trasferite al sistema previdenziale nazionale e per il fatto che i contributi versati dagli aderenti da obbligatori divennero volontari. Lo stesso generale incremento tra i paesi vi è stato riguardo le adesioni ad investimenti in fondi pensione, e questo indipendentemente dal fatto che l'adesione sia obbligatoria o meno; a tal proposito il Report OCSE cita l'Italia come caso in cui le adesioni ai fondi pensione siano limitate e di come l'iscrizione automatica non abbia aumentato il tasso di copertura nella misura sperata, questo perché i lavoratori italiani preferiscono mantenere il TFR in azienda piuttosto che confluire le somme accumulate in fondi pensione. L'aumento di adesioni e risorse nel nostro Paese è infatti dato da che versa i propri contributi volontariamente e non tramite adesione automatica.

Per quanto riguarda i rendimenti dei fondi, nel 2021 vi sono stati rendimenti positivi per 41 dei 70 paesi analizzati. Il ritorno medio netto annuale è stato del 3,7% all'interno dell'area OCSE, al contrario, tra i paesi non appartenenti all'area OCSE ben 19 su 37 paesi non hanno registrato, con una performance media annuale dello 0%. I 2 paesi a registrare i rendimenti maggiori sono stati Polonia e Costa Rica rispettivamente con il 15,5% ed il 12,3%, seguiti da Australia (11,6%), Finlandia (10,9%), l'Italia in questa classifica risulta tra le ultime posizione con uno 0,4%. I buoni risultati di gestione non sono però stati sufficienti a compensare il forte aumento dell'inflazione in atto negli ultimi 2 anni, il report segnala ben 28 paesi giurisdizione dove di fatti i guadagni non sono stati abbastanza elevati da

compensare l'aumento dei prezzi; il tasso di rendimento reale minore è stato toccato in Turchia , dove l'inflazione è arrivata al 36.1%.

Asset allocation, e quindi livelli di rischio, vanno di pari passo con i rendimenti. A fine 2021 nella maggior parte dei paesi le principali asset class degli investimenti sono le obbligazioni e le azioni, rappresentando in 35 paesi su 38 paesi OCSE ed in 38 delle 46 restanti giurisdizioni più della metà della composizione degli investimenti, a titolo di esempio in Polonia la composizione tra bond ed equity rappresenta il 97,1% del totale degli investimenti. L'importanza relativa tra obbligazioni ed azioni varia notevolmente da paese a paese, in linea generale vi è una preferenza per le obbligazioni eccezion fatta per 14 paesi OCSE e 13 altre giurisdizioni dove le azioni hanno superato le obbligazioni nella composizione degli investimenti. Pur restando prevalenti le obbligazioni nei portafogli di investimento dal 2020 al 2021 vi è un leggero shift dalle obbligazioni alle azioni, l'investimento in queste ultime è aumentato del 2% nel periodo citato mentre l'investimento in obbligazioni è calato della stessa percentuale; lo shift diventa più evidente se si guardano gli ultimi 10 anni dove la percentuale degli investimenti in bond è calato dell'8% complessivamente, mentre il calo è stato del 17% se si estende l'orizzonte a 20 anni; ma tale decremento non è sempre stato accompagnato da un aumento dello stesso ammontare degli investimenti in azioni ma parte delle risorse è confluita verso altri tipi di asset class. Tra le obbligazioni sono quelle del settore pubblico rappresentano una quota maggiore rispetto le partecipazioni

obbligazionarie societarie in numerosi paesi.

Ad esempio Albania e Serbia hanno addirittura il 100% dei bond del settore pubblico in portafoglio, ma in questo caso il motivo è dato dalla scarsa alternativa di investimenti in società nazionali, oppure la necessità di avere un flusso di reddito garantito per quei fondi che garantiscono una certa prestazione e per questo genere di investimenti i bond pubblici sono considerati più sicuri di altri.

Differenze nell'asset allocation tra i paesi vi sono poi nelle percentuali di investimento in prestiti, immobili, contratti assicurativi, fondi di investimenti privati ed altri tipi di investimento alternativi (è la voce asset alternativi che registra uno dei maggiori incrementi degli ultimi periodi: dell'11,5% dal 2001 e del 18,6% dal 2011); sono in essere dei limiti in alcuni paesi sugli investimenti verso queste asset class, a riguardo l'Italia è uno dei paesi che non permette investimenti diretti in immobilizzazioni, ma che consente investimenti indiretti tramite fondi comuni di investimento o azioni di società immobiliari. Con gli anni le restrizioni sono però calate in vari paesi al fine di incoraggiare gli investimenti in infrastrutture, progetti a lungo termine ed asset alternativi. Revoche di restrizioni simili vi sono state anche circa l'investimento in attività transfrontaliere che i fondi pensione possono effettuare fuori dai confini nazionali, questo per cercare di aumentare i rendimenti e la diversificazione in opportunità di investimento all'estero. Sono di solito i paesi con i mercati di capitali poco sviluppati ad investire maggiormente fuori dalla

propria nazione. L'Italia si trova al decimo posto tra i paesi con la percentuale di investimento all'estero in rapporto col PIL (69% di risorse investite all'estero).

3.1.1 L'effetto del conflitto Russia-Ucraina sull'asset allocation e sulle performance degli investimenti dei fondi pensione

L'ultima parte del report OCSE analizza come il conflitto in Ucraina abbia impattato sui portafogli previdenziali. I dati disponibili mostrano come sino ai primi mesi del 2022 i fondi pensione abbiano registrato performance negative ed un generale calo degli asset detenuti e questo ha interessato tutti i paesi OCSE con rendimenti negativi che vanno dallo 0% ad oltre il -10% (Polonia ed Olanda hanno registrato rispettivamente -10,3% e -10,5%). Il conflitto ha impattato su tutti i mercati mondiali: l'MSCI arrivò a perdere il 13% a fine febbraio 2022. Poi seguirono problemi nell'esportazione di quei beni per i quali Russia e Ucraina erano principali esportatori, oltre al fatto che l'aumento della pressione inflazionistica abbia aumentato il prezzo di olio, gas ed altre commodities provenienti dai 2 paesi coinvolti.

La guerra ha portato ai risultati citati in differenti maniere: anzitutto per via delle sanzioni alla Russia che hanno portato ad una perdita di valore di tutte le attività ad essa legate e soprattutto sugli asset russi ed emessi in Russia, ma conseguenze ci sono state anche su altri asset non russi attraverso canali macro-economici quali

l'inflazione, tassi di interesse elevati e rallentamento della crescita economica.

La maggior parte degli investimenti in asset russi non erano orientati sulla componente azionaria ma per lo più in obbligazioni e bond, oppure in investimenti indiretti. Facendo un esempio il fondo statunitense CALPERS (California Public Employees' Retirement), uno dei fondi pubblici più grande per patrimonio gestito, aveva all'interno del suo portafoglio azioni pubbliche russe, investimenti in immobili russi ma nessun investimento in titoli di stato russi. Molti fondi pensione avevano preventivamente attuato politiche di disinvestimento dagli asset russi, ad esempio il fondo olandese A.B.P. ridusse drasticamente gli investimenti in Russia già dal 2014 a seguito della questione in Crimea, mentre altri fondi non hanno più investito in Russia da quei fatti. È probabile che i crescenti rischi geopolitici faranno aumentare i disinvestimenti dagli asset russi e faranno crescere l'home-bias degli investitori. Inoltre le politiche ESG che si sono sviluppate negli anni hanno senza dubbio contribuito a ridurre gli investimenti in Russia negli anni e questo già da prima della guerra in Ucraina, dato che paesi come la Russia sono considerati ad altro rischio sotto un'ottica ESG: a marzo 2022 l'indice MSCI ESG Rating ha assegnato alla Russia il rating ESG più basso possibile.

Parlando però delle sole conseguenze portate direttamente dal conflitto, vi sono state anzitutto limitazioni alle negoziazioni dei titoli russi oltre che una perdita di valore, di rating creditizio e di rating ESG di questi titoli e quindi una sensibile difficoltà sopravvenuta nel poter vendere tali valori mobiliari. Poi le sanzioni

prevedono limiti nell'acquisto di titoli di certe istituzioni russe, come ad esempio le grandi banche russe. Gli Stati Uniti hanno poi previsto il divieto di acquistare qualunque titolo russo emesso da qualunque istituzione o società russa, con la possibilità comunque di negoziare i titoli già detenuti ad altri investitori. Il MOEX, l'indice russo più importante, ha subito un crollo del 30% a fine febbraio 2022 senza ad oggi più riprendersi. Anche il deprezzamento del rublo ha contribuito alla perdita di valore degli asset in portafoglio degli investitori e la conseguente difficoltà della Russia di ripagare il debito in dollari e di accedere a riserve estere e questo ha portato Fitch, Moody's e Standard & Poor 500 a declassare il rating della Russia ed anche per questo i titoli di stato russi sono totalmente esclusi da molti mercati pensionistici dato l'elevatissimo rischio di default.

3.2 I sistemi previdenziali europei

In Europa sono presenti diversi modelli di sistemi previdenziali. In linea generale si distinguono i sistemi a ripartizione da quelli a capitalizzazione. Si è detto che in Italia, come nella maggior parte dei paesi europei, domina il modello a ripartizione ma in altri paesi, come ad esempio il Regno Unito, è il sistema a capitalizzazione a prevalere. Ulteriori differenze vi sono poi circa l'adozione del modello contributivo od a retribuzione e sul fatto che vi sia o meno una quota minima spettante per legge ai pensionati, come in Olanda e nel regno Unito. Vi sono poi differenze circa l'età pensionabile in vigore tra i vari paesi europei, anzitutto si distingue l'età legale entro

la quale un cittadino europeo può accedere alla pensione, a riguardo in questi periodi è oggetto di discussione in Francia a seguito delle proteste e degli scioperi organizzati per via della proposta di legge per riformare il sistema pensionistico francese, che prevede tra le principali modifiche l'innalzamento graduale dell'età pensionabile da 62 a 64 anni. ma l'età pensionabile legale tra i paesi è di difficile paragone in quanto secondo l'OCSE al suo interno rientrano l'età statutaria (età in cui si possono far valere i propri diritti pensionistici), l'età in cui si percepisce la piena pensione e l'età in cui vi è il pensionamento forzato.

Un aspetto comune tra i paesi europei è il costante invecchiamento della popolazione ed il simultaneo decremento delle nascite. Questo fenomeno come detto mina alla sostenibilità di lungo periodo dei sistemi pensionistici, per cui riforme come quella che sta interessando la Francia potrebbero aumentare col passare degli anni interessando una platea più ampia di paesi. Per questo in diversi paesi europei la previdenza complementare riveste già da anni un ruolo primario al fianco della previdenza pubblica; oltre ad una maggiore cultura finanziaria, a giocare un ruolo fondamentale nelle adesioni dei lavoratori ai fondi pensione sono le differenti legislazioni dei paesi europei riguardanti l'obbligatorietà per i lavoratori di adesione ad un fondo pensione od i meccanismi di adesione automatica e riguardo il modello di tassazione che ogni paese applica. Finlandia, Norvegia e Svezia sono esempi di paesi europei che obbligano i datori a versare i contributi dei loro dipendenti ad un fondo pensione; in altri paesi pur non essendo presente alcun

obbligo di adesione, la partecipazione è comunque elevatissima per via delle contrattazioni collettive, come nel caso di Danimarca, Olanda e Svezia; in Danimarca vi è inoltre l'obbligo per i dipendenti di aderire ad un fondo statale a loro scelta. Al contrario in altri paesi come Austria, Repubblica Ceca e Francia non vi sono obblighi né per i datori di versare contributi ad un fondo né per i lavoratori di aderire ad alcun piano pensionistico. Mentre parlando di adesioni volontarie si registrano comunque ottimi risultati ad esempio in Germania, Islanda, Belgio, Repubblica Ceca e Polonia dove più della metà di forza lavoro è iscritta ad un fondo pensione, al contrario in paesi come l'Albania le adesioni volontarie sono inferiori all'1%.

Parlando di risorse gestite, in Europa i fondi pensione gestiscono nel complesso un patrimonio di circa 10 trilioni di dollari, contro i più di 22 trilioni di dollari gestiti dai soli fondi degli Stati Uniti. A far da padrone nella classifica delle risorse gestite sono Regno Unito con quasi 3.6 trilioni di dollari gestiti, Olanda con 2 trilioni di dollari gestiti e Svizzera con 1.2 trilioni di dollari gestiti. I paesi europei superano gli Stati Uniti nel rapporto asset gestiti / PIL, con la Danimarca prima in classifica con un rapporto pari al 233%, seguita da Olanda (209,5%), Islanda (208,4%), Svizzera (143,1%) e Regno Unito (117%).

I fondi europei primeggiano poi nell'ammontare dei contributi versati annualmente dagli aderenti. I primi 2 paesi al mondo per rapporto tra flusso di contributi annuale e PIL sono infatti Islanda, 10,5% del PIL, e Danimarca 9% del PIL, mentre la

Svizzera è al quarto posto con l'8,3%, naturalmente il confronto avvantaggia quei paesi in cui l'adesione ai fondi pensione è obbligatoria, di fatti in questi 3 paesi è presente l'obbligatorietà di adesione. L'Italia si piazza invece tra le ultime posizioni in questo confronto registrando un rapporto contributi versati/PIL inferiore al 2%, e di questi la maggior parte sono contributi versati da datori di lavoro a fondi pensione chiusi. Sempre la Svizzera è il Paese tra i membri OCSE col contributo medio pro-capite più alto, con l'Italia che è invece ottava in questa classifica. Parlando invece di incremento nel flusso di contributi è la Polonia che ha avuto l'incremento maggiore, circa il 50% dovuto all'aumento dei piani ad adesione automatica.

Analizzando i primi 300 fondi al mondo per patrimonio gestito, complessivamente i fondi pensione europei compongono il 25,9% degli asset gestiti, registrando un decremento dello 0,6% rispetto al 2021, contro il 45,6% del duo Stati Uniti – Canada ed al 39,6% dei soli Stati Uniti. Tra i primi 300 fondi pensione al mondo vi è una scarsa presenza europea se paragonata ai 148 fondi pensione statunitensi, i 2 paesi che maggiormente rappresentano l'Europa in questa classifica sono Regno Unito con 23 fondi pensione e Paesi Bassi con 12 fondi pensione; se però si guardano solamente i primi 20 fondi pensione al mondo per asset gestiti non si ha presenza di fondi pensione del Regno Unito mentre sono presenti i 2 fondi olandesi ABP e PFZW, rispettivamente al quinto ed al decimo posto, con ABP che gestisce 630 miliardi di dollari di risorse e PFZW 315 miliardi di dollari. Come si vedrà in

seguito è il Fondo pensione governativo norvegese ad essere il primo fondo europeo per patrimonio gestito con oltre 1400 miliardi di dollari di asset in gestione. Tutto ciò conferma come i sistemi previdenziali dei paesi del nord-Europa siano i più sviluppati del Continente e questo è dovuto soprattutto all'altissimo tasso di adesione alla previdenza complementare; in questi paesi vi è una scarsa presenza dello Stato che viene limitato alle sole forme di sicurezza sociale. Quindi, al contrario di come avviene in Italia, il primo pilastro della previdenza va a fare da supplemento al secondo ed al terzo pilastro. Come in precedenza riportato, il Melbourne Mercer Global Index ha indicato i paesi del nord-Europa come quelli con i sistemi pensionistici più efficienti. Il report del 2022 ha visto l'Islanda al primo posto seguita da Olanda e Danimarca, Finlandia al quinto posto, Norvegia al settimo posto, Svezia all'ottavo posto e Regno Unito al decimo posto. Se quindi il sistema previdenziale dei paesi europei è da un alto inferiore a quello statunitense per riguardo la portata e le risorse gestite, dall'altro lato è giudicato superiore riguardo ad adeguatezza, sostenibilità ed integrità (i 3 indicatori usati dal Melbourne Index nella sua analisi). Per anni è stato il sistema pensionistico olandese ad essere giudicato il migliore dall'analisi dell'Indice, superato solo di recente da quello islandese che si basa su di una pensione statale che accompagna una pensione privata obbligatoria alimentata dai contributi sia dei datori di lavoro che dei lavoratori, oltre che dagli investimenti dei fondi pensione; mentre il sistema olandese è anch'esso basato su 3 pilastri: una pensione statale (A.O.W.) relativa a

salari minimi e finanziata dalle imposte sui medesimi, i regimi pensionistici professionali a capitalizzazione e la previdenza integrativa individuale. Ad oggi il 91% dei lavoratori olandesi è coperto da un sistema pensionistico professionale, pur non essendoci alcun obbligo di adesione ai fondi pensione che si differiscono in tre tipologie: di settore, aziendali (per una singola impresa o gruppo) e per professionisti indipendenti. Oltre ad essere tra i più efficienti e tra quelli che gestiscono più risorse, il sistema previdenziale olandese si caratterizza per un elevato tasso di sostituzione, superiore alla media dei paesi OCSE e secondo solo a quello della Croazia. Anche l'Italia risulta avere un elevato tasso di sostituzione, superiore alla media dei paesi OCSE anche per il nostro Paese.

3.3 Il sistema previdenziale statunitense

Negli Stati Uniti le pensioni sono regolate dal Social Security Administration. L'attuale sistema previdenziale degli USA trae le sue origini dagli anni '30 quando con il New Deal vennero varati degli interventi che garantissero un minimo livello di sussistenza a tutti i cittadini. Nel 1935 il Social Security Act segnò la nascita del sistema previdenziale pubblico statunitense e della "Social Security", l'omologa dell'INPS italiana, e si creò un fondo pensionistico esclusivo per certe categorie di lavoratori finanziato direttamente dalle imposte sui salari. Nel 1946 venne poi siglato il l'Employment Act sotto la presidenza Truman e successivamente tra gli anni sessanta e settanta il sistema pensionistico venne ancor più consolidato con il

Social Security ad assumere un ruolo sempre più centrale. Il funzionamento del Social Security è un sistema a ripartizione sostanzialmente speculare a quello dei vari paesi europei, con i versamenti dell'attuale forza lavoro che finanziano le pensioni erogate nello stesso periodo, a riguardo anche negli Stati Uniti vi è all'orizzonte il problema dello squilibrio dovuto dell'elevata longevità della popolazione non accompagnata da altrettanti nuovi ingressi nel mondo del lavoro; l'età per avere accesso ai benefici del Social Security varia a seconda dell'anno di nascita, ma anche negli Stati Uniti vi è ad oggi un accesso alla pensioni che si assesta in media tra i 65 ed i 67 anni di età. Alla luce delle problematiche esistenti al fianco del sistema pubblico sono sorti altri strumenti a tutela del cittadino come i piani 401k ed IRAs (Individual Retirement Accounts): i primi prendono il nome dall'omonima legge che li ha istituiti che prevedono una doppia contribuzione da parte del lavoratore e del datore di lavoro (che può godere di vantaggi fiscali), ogni lavoratore ha all'interno del piano pensionistico un proprio conto e ne può gestire il tipo di investimenti per poi godere dei relativi rendimenti (non soggetti a tassazione) una volta raggiunta l'età pensionabile. I piani IRAs sono invece strumenti di risparmio pensionistico che godono di vantaggi fiscali simili ai piani 401k ma che non prevedono una contribuzione da parte del datore di lavoro.

Gli Stati Uniti hanno come detto il primato per il Paese i cui fondi pensione gestiscono il più grande ammontare di risorse al mondo, per un totale di 22,6 trilioni di dollari gestiti ed un rapporto risorse gestite/PIL del 98%, che sale al 170% se

oltre ai fondi pensione si considera la totalità dei piani pensionistici del Paese. Questi primati sono stati raggiunti nonostante l'adesione ai fondi pensione ed agli altri piani pensionistici non sia troppo elevata, l'adesione volontaria ai fondi negoziali è pari al 37,4% della forza lavoro mentre quella ai fondi aperti è del 20%. Guardando i primi 300 fondi pensione al mondo per patrimonio gestito, i fondi degli Stati Uniti ne gestiscono il 39,6% del patrimonio e di questi fondi ben 148 sono statunitensi, il Canada ha invece 18 fondi presenti tra i primi 300 al mondo.

Ad oggi il fondo pensione della società T.I.A.A. (Teacher Insurance and Annuity Association) è il quinto fondo al mondo per risorse gestite ed il primo tra quelli statunitensi con più di un trilione di dollari in gestione (l'unico tra i fondi degli USA a sfiorare la barriera dei 1000 miliardi di dollari). Gli Stati Uniti sono i più rappresentati anche guardando solamente i primi 20 fondi mondiali per risorse in gestione: oltre al già citato fondo T.I.A.A. tra i primi 20 fondi sono presenti il Federal Retirement Thrift Investment Board (822 miliardi di dollari di patrimonio gestito), il fondo CalPERS (439 miliardi di dollari di patrimonio gestito), il fondo CalSTARS (302 miliardi di dollari di patrimonio gestito) ed il New York State Common Retirement Fund (272 miliardi di patrimonio gestito).

3.4 I principali fondi pensione per patrimonio gestito

Gli asset detenuti dai fondi pensione a livello mondiale ammontavano ad inizio 2022 a 37.7 trilioni di dollari, segnando un passo in avanti rispetto il precedente

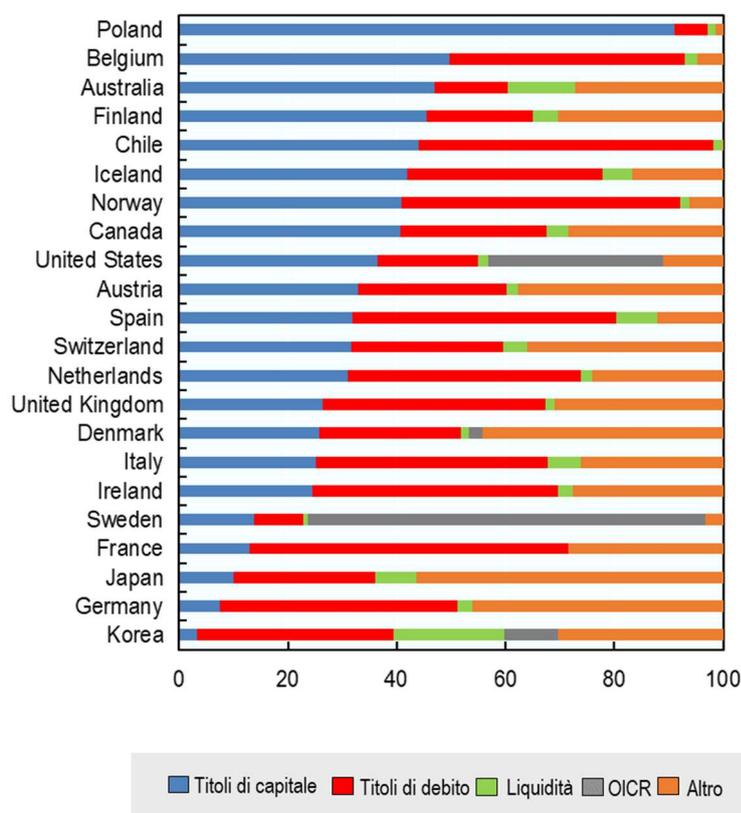
anno rispetto al quale gli asset gestiti sono aumentati dell'8,2%. Sono cinque ad oggi le nazioni i cui fondi pensione hanno superato con i loro attivi i PIL dei rispettivi paesi: Paesi Bassi (209,5% del PIL), Islanda (207,9% del PIL), Australia (146,2% del PIL), Svizzera (143,1% del PIL), e Regno Unito (117% del PIL), con Stati Uniti (98,3% del PIL) e Canada (90,1% del PIL) appena sotto questa soglia.

NAZIONE	ASSET TOTALI A FINE 2021 (IN MILIARDI DI DOLLAR)	ASSET IN RAPPORTO AL PIL (VALORI PERCENTUALI)
PAESI BASSI	2.149	209,5
AUSTRALIA	2.777	146,2
SVIZZERA	1.271	143,1
REGNO UNITO	3.858	117
STATI UNITI	35.011	98,3
CANADA	3.420	90,1
FINLANDIA	293	60,7
CILE	207	60,3
HONG KONG	221	59,8
COREA DEL SUD	1.004	55,1
GIAPPONE	3.683	31,3
IRLANDA	195	34,4
MESSICO	266	20
SPAGNA	44	10,5
ITALIA	242	9,7
GERMANIA	541	7,8
INDIA	171	5,8
FRANCIA	154	2,7
CINA	365	2,2

*Asset totali gestiti dai fondi pensione e rapporto asset gestiti/PIL a fine 2021
fonte: rielaborazione personale su dati OCSE e Thinking Ahead Institute*

Dai dati raccolti dall'OCSE risulta che l'allocazione degli investimenti nei portafogli dei fondi pensione sia molto eterogenea. Le percentuali di attività investite in azioni varia infatti da oltre l'80% come in Polonia a percentuali inferiori al 10% in altri paesi. Mentre la quota di investimenti in titoli obbligazionari si

mantiene in un campo di variazione più limitato, tra il 20 ed il 60% in gran parte dei paesi, ed anche la liquidità non supera di norma il 10% delle attività. In 35 paesi OCSE su 38 azioni e bond sono le 2 classi di investimento dove vengono investite più della metà delle risorse gestite.



*Composizione del portafoglio dei piani pensionistici nei paesi OCSE
fonte: rielaborazione personale su dati OCSE a fine 2021*

Ma è soprattutto significativa la dispersione tra i diversi paesi del peso degli investimenti classificati nella categoria “altri”, sia in termini di quota totale sul portafoglio, dove in alcuni paesi arriva a superare la metà dell’attivo, sia in termini

di tipologia, infatti tale categoria può comprendere all'interno dei bilanci dei singoli fondi pensione categorie più tradizionali quali immobili e polizze assicurative, ma anche tipi di investimento quali veicoli specializzati in investimenti in imprese non quotate, investimenti in infrastrutture od in risorse naturali, prestiti ed altre tipologie. In Italia la voce "Altro" nei bilanci dei fondi pensione include le riserve matematiche detenute presso imprese di assicurazione a fronte di future prestazioni previdenziali.

3.4.1 La gestione finanziaria dei principali fondi pensione italiani

Le risorse gestite dai fondi pensione italiani ammontano a più di 200 miliardi di euro. Sono quasi 40 miliardi di euro gli investimenti complessivi in azioni dei fondi aperti, chiusi e preesistenti e dei PIP di entrambi i tipi; mentre le risorse investite in obbligazioni arrivano a sfiorare la quota di 100 miliardi di euro (94.7 miliardi) considerando sia i titoli di stato che gli altri titoli di debito, l'investimento nei soli titoli di stato è di 63.1 miliardi di euro (67.9 miliardi di euro del 2021) di cui 26.1 sono investimenti in titoli di stato italiani, in calo rispetto i 29,6 miliardi di euro del 2021 (COVIP, 2022).

Forme pensionistiche complementari – Composizione degli investimenti per forma pensionistica

(dati di fine 2022; importi in milioni di euro; valori percentuali)

	Fondi negoziali		Fondi aperti		Fondi preesistenti		PIP "nuovi"		Totale	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%
Depositi	5.538	9,1	1.886	6,7	2.207	6,3	1.342	2,9	10.973	6,5
Titoli di Stato	23.431	38,3	9.333	33,3	8.549	24,6	21.788	47,2	63.101	37,1
di cui: italiani	5.908	9,7	4.342	15,5	2.699	7,8	13.175	28,6	26.125	15,4
Altri titoli di debito	11.839	19,4	2.860	10,2	4.904	14,1	10.088	21,9	29.690	17,5
di cui: non quotati	237	0,4	16	0,1	64	0,2	398	0,9	715	0,4
Titoli di capitale	13.781	22,6	7.794	27,8	7.382	21,2	5.021	10,9	33.979	20,0
di cui: non quotati	154	0,3	10	..	497	1,4	232	0,5	893	0,5
OICVM	4.684	7,7	5.097	18,2	4.672	13,4	6.008	13,0	20.461	12,0
Altri OICR	1.016	1,7	210	0,7	3.005	8,6	1.425	3,1	5.655	3,3
di cui: fondi immob.	141	0,2	14	0,1	1.522	4,4	410	0,9	2.087	1,2
Immobili	-	-	-	-	897	2,6	-	-	897	0,5
Part. in società immob.	-	-	-	-	212	0,6	-	-	212	0,1
Polizze assicurative	-	-	-	-	2.579	7,4	-	-	2.579	1,5
Altre att. e pass.	812	1,3	868	3,1	358	1,0	444	1,0	2.482	1,5
Totale	61.101	100,0	28.047	100,0	34.764	100,0	46.117	100,0	170.029	100,0

Composizione degli investimenti per forma pensionistica a fine 2022, valori in milioni di euro
 fonte: COVIP – Relazione per l'anno 2022

I dati evidenziano poi come rispetto all'anno precedente la componente obbligazionaria sia scesa in tutte le sue voci con i titoli di stato scesi dal 37,3% al 35,5% dei quali i titoli di stato italiani scesi dal 16,8% del 2021 al 15,4% 2022, il debito pubblico italiano rappresenta il 41,4 del portafoglio titoli di stato, percentuale scesa rispetto al 2021 ed al 2020 quando si trovava al 47,2% in entrambi gli anni. La quota titoli di stato è in flessione per tutte le tipologie di forme pensionistiche, con l'eccezione dei fondi pensione aperti dove è rimasta stabile, per questi fondi l'esposizione più elevata è in bond del nostro paese. Cresce invece il peso degli altri principali emittenti sovrani riguardo ai quali è aumentato l'investimento in titoli di stato spagnoli (10,7% nel 2022 contro il 10,2% del 2021), per i titoli di stato francesi

(10,5% nel 2022 contro il 8,9% del 2021), per quelli tedeschi (7,3% nel 2022 contro il 5,1% del 2021) ed al di fuori dell'area euro è aumentato il peso dei titoli degli Stati Uniti (11% nel 2022 contro il 9,8% nel 2021); mentre è diminuito il peso in portafoglio dei titoli di stato della Gran Bretagna (2,2% nel 2022 contro il 2,6% del 2021).

Analizzando la composizione dei portafogli dei maggiori fondi pensione italiani negoziali ed aperti per patrimonio gestito e per rendimenti si conclude che rispecchia quella dei maggiori fondi pensione al mondo. Anche i fondi italiani prediligono l'investimento nelle Big Tech con Microsoft che raccoglie circa 370 milioni di euro tra i fondi che si sono analizzati, poi ci sono Apple ed Alphabet entrambi con entrambi che raccolgono più di 300 milioni di euro. L'analisi effettuata si riferisce ad un campione di 16 fondi negoziali e 13 fondi pensione aperti che compongono la maggior parte del patrimonio complessivo gestito. Per entrambe le categorie di investitori istituzionali l'investimento in titoli azionari risulta come detto molto concentrato sui titoli del settore I&T, con Microsoft, Apple, Alphabet ed Amazon a primeggiare, alle quali fa seguito il colosso olandese ASML Holding sempre appartenente al settore tech, e sempre in tale settore vi sono consistenti investimenti nella società americana Nvidia.

Da un'analisi Mefop-Previdata, al 31 dicembre 2021 i fondi pensione negoziali investono complessivamente in 2400 titoli diversi e per 13 di essi l'ammontare complessivo investito supera i 100 milioni di euro, con Microsoft che da sola

raccoglie quasi 530 milioni di euro. Sul piano geografico il 54% delle risorse dei fondi negoziali è investito negli Stati Uniti, il 5,3% in Giappone, il 4,8 % nel Regno Unito ed il 2% in Canada. Risulta esserci un totale disinvestimento dalle società e titoli di stato russi, con la sola eccezione del fondo Previambiente che risulta detenere un investimento in un titolo di debito Gazprom (Previambiente, Bilancio d'esercizio 2021). L'analisi Mefop-Previdata evidenzia che l'allocazione delle risorse dei fondi negoziali da un punto di vista geografica rispecchia la composizione dell'indice globale MSCI World , eccezion fatta per il contributo dei fondi al mercato del nostro Paese dato che sul totale degli investimenti il 3,4% delle risorse risulta investito in Italia, mentre a livello mondiale l'investimento medio dei fondi pensione in Italia è dello 0.7% sul totale delle risorse investite, a riguardo il report cita l'effetto home-bias come spiegazione del fenomeno. In totale gli investimenti delle forme pensionistiche complementari apportano all'economia italiana 40 miliardi di euro complessivi, scesi dell'1,1% per via del citato calo degli investimenti nei titoli di stato italiani. Tra le società italiane che trovano ampia diffusione a livello sia nazionale che internazionale si citano Intesa San Paolo, Fineco ed Unicredit per il settore finanziario ed Eni ed Enel per il settore energetico, con quest'ultima che si vedrà essere la società italiana verso cui sono indirizzati gli investimenti più consistenti. A livello geografico un fatto interessante da citare è l'investimento complessivo di circa 366 milioni di euro del fondo aperto Arca SGR nel fondo "Arca Bond paesi emergenti" che investe principalmente in obbligazioni

governative dei paesi emergenti (Arca Previdenza, Rendiconto al 31 dicembre 2021); scelta unica tra i fondi italiani, ma anche esteri, investire tali quantità nei mercati emergenti. Un caso comune a tutti i fondi italiani analizzati è l'ingente investimento nella società Taiwan Semiconductor M.C. in cui anche i fondi esteri più grandi investono molte risorse. Anche la ripartizione settoriale dei fondi italiani rispecchia quella dei maggiori fondi mondiali, con il settore tech che è quello sul quale si concentrano i maggiori investimenti, seguito dal settore finanziario e dal settore "consumer discretionary", mentre è leggermente al di sotto della media mondiale il settore dell'health care sul quale comunque gli investimenti sono consistenti, titoli come AstraZeneca, Pfizer e Johnson & Johnson risultano sempre presenti tra i principali investimenti dei fondi italiani. Gli investimenti nel settore immobiliare subiscono una contrazione rispetto gli anni precedenti in quanto come detto i fondi pensione sia negoziali che aperti non possono detenere proprietà immobiliari (art.5 comma 2 D.M. Economia 67/2007), quindi tali investimenti restano concentrati tra i fondi pre-esistenti e tra le casse di previdenza; a riguardo per la cassa previdenziale ENPAM il ricorso al mercato immobiliare è molto ampio¹⁷, su un patrimonio di oltre 25 miliardi di euro 5.579 miliardi viene investito nel mercato immobiliare (ENPAM, 2022). Ad oggi ENPAM è l'unico piano pensionistico italiano presente tra i primi 300 piani mondiali per patrimonio gestito.

¹⁷ Non essendo un fondo pensione bensì una cassa di previdenza privata ENPAM può detenere direttamente immobili e non è soggetta all'obbligo di trasparenza sulla composizione di portafoglio

Analizzando i portafogli dei fondi pensione aperti non emergono sostanziali differenze negli investimenti rispetto i fondi negoziali. La maggior parte degli investimenti è destinata ai mercati statunitensi ed emerge un più marcato home-bias rispetto ai fondi negoziali, con circa il 4,6% delle risorse investite in Italia. Sono sempre le azioni big tech ad assorbire la maggior parte delle risorse con Apple, Amazon, Alphabet e Microsoft che complessivamente raccolgono ognuno più di 100 milioni di risorse, gli unici 4 titoli a sfondare questa barriera tra i fondi aperti. Una differenza che emerge rispetto gli investimenti dei fondi pensione negoziali è il più ampio ricorso all'investimento in quote di OICR ed altre forme di risparmio gestito, a riguardo si cita il caso del fondo Perseo-Sirio che non ha investimenti diretti in equity e del fondo pensione AXA che per tutti i comparti investe solo in quote di fondi appartenenti alla società AXA.

3.4.2 La gestione finanziaria dei principali fondi pensione esteri

Guardando i maggiori fondi pensione al mondo per patrimonio complessivo gestito questi sono per la maggior parte fondi pensione statunitensi; come detto in precedenza il Nord-America rappresenta il 45,6% del patrimonio gestito dai 300 maggiori fondi pensione, di cui il 39,6% è dei solo fondi pensione degli Stati Uniti e sempre gli Stati Uniti sono la nazione che con gli anni ha avuto più fondi pensione che hanno incrementato le risorse gestite (14 fondi sono entrati tra i primi 300 al mondo al netto delle uscite), questo è quanto emerge dal rapporto annuale (Global

Top 300 Fund) per il 2022 del Thinking Ahead Institute in collaborazione con Pension & Investment.

Rank	Fund	Market	Total Assets
1.	Government Pension Investment	Japan	\$1.730.900
2.	Government Pension Fund	Norway	\$1.437.111
3.	National Pension	South Korea	\$797.968
4.	Federal Retirement Thrift	U.S.	\$774.176
5.	ABP	Netherlands	\$630.358
6.	California Public Employees	U.S.	\$496.820
7.	Canada Pension	Canada	\$426.746 ¹
8.	National Social Security	China	\$406.787 ²
9.	Central Provident Fund	Singapore	\$374.990
10.	PFZW	Netherlands	\$315.467
11.	California State Teachers	U.S.	\$313.940
12.	New York State Common	U.S.	\$267.756
13.	New York City Retirement	U.S.	\$266.702
14.	Local Government Officials	Japan	\$248.572
15.	Employees Provident Fund	Malaysia	\$242.602
16.	Florida State Board	U.S.	\$213.792
17.	Texas Teachers	U.S.	\$196.727
18.	Ontario Teachers	Canada	\$191.140
19.	National Wealth Fund	Russia	\$180.690 ³
20.	AustralianSuper	Australia	\$169.055 ⁴

*Primi 20 fondi pensione al mondo per asset gestiti a fine 2021
Fonte: Thinking Ahead Institute and Pension & Investments joint study*

Sebbene la maggior parte del patrimonio venga gestito da fondi degli Stati Uniti, nei primi 3 posti dei maggiori fondi per patrimonio gestito a fine 2022 non vi sono fondi statunitensi; il più grande fondo pensione al mondo è il Japan Government Pension Investment Fund che gestisce un patrimonio di oltre 1700 miliardi di dollari. Seguono il Fondo pensione governativo norvegese con 1400 miliardi di dollari ed il fondo nazionale sud-coreano con 800 miliardi di dollari di patrimonio gestito. Come detto tra i primi 300 fondi ad oggi non sono presenti fondi pensione

italiani, ad eccezione della cassa previdenziale privata ENPAM che a fine 2022 gestiva circa 28 miliardi di dollari. La peculiarità della gestione finanziaria del Japan Government Pension Investment Fund è quella di avere un portafoglio equamente diviso tra investimenti in titoli di debito nazionali ed esteri ed in titoli azionari nazionali ed esteri attuando quindi una massima diversificazione tra le asset class. La maggior parte delle risorse è investita in terre giapponese, 95.2 trilioni di yen equamente suddivisi tra bond ed azioni, a cui fanno seguito 55.6 trilioni di yen investiti negli Stati Uniti, mentre l'Italia è al quinto posto tra i paesi al mondo verso cui il maggior fondo mondiale investe, con 4.3 trilioni di yen investiti nel nostro paese, quasi tutti in titoli di debito (4 trilioni di yen contro 0,3 trilioni di yen investiti in azioni). La composizione del portafoglio azionario rispecchia quella comune agli altri maggiori fondi pensione, con i primi investimenti tra le società non giapponesi indirizzate alle big statunitensi Apple, Microsoft, Amazon ed Alphabet e quindi con la maggioranza delle risorse destinate al settore I.T., di fatti tra i primi 10 investimenti all'estero vi sono anche Tesla, Nvidia e Meta Platform; mentre le risorse investite tra i confini nazionali vengono destinate per la maggior al colosso automotive Toyota con 21 miliardi di yen in gestione, seguito da Sony e Keyence rispettivamente con 14 miliardi di yen e 9 miliardi di yen (GPIF, 2022).

Il Fondo pensione governativo norvegese, secondo al mondo per patrimonio gestito, ha invece la maggior parte delle proprie risorse investite in titoli azionari, dei 1400

miliardi di dollari gestiti il 69,8% è investito in azioni, il 27,5% in titoli di debito, il 2,7% in proprietà immobiliari e la restante parte in infrastrutture norvegesi. Il fondo, gestito dalla banca centrale norvegese, è il fondo pensione a detenere maggiori investimenti nell'economia italiana: nel complesso ammontano a circa 5 miliardi di euro gli investimenti in società italiane di cui circa 9,8 miliardi sono investiti in titoli azionari italiani, distribuiti tra 143 società differenti, ed i restanti 5,2 miliardi in obbligazioni di 20 società italiane diverse (Norges Bank Investment Management, 2022). Le principali società beneficiarie ad oggi sono Enel con 1,104 miliardi di euro, ben il 2,17% del capitale del fondo, Eni con 730 milioni di euro, Unicredit con 670 milioni di euro, Intesa San Paolo con 620 milioni di euro ed Assicurazioni Generali con 450 milioni di euro. Il peso delle esposizioni del Fondo verso l'Italia è complessivamente dell'1,3%, i maggiori beneficiari risultano essere gli Stati Uniti che assorbono il 43,1% dei suoi investimenti. I primi 3 titoli in portafoglio per risorse investite sono di fatti Apple, Microsoft ed Alphabet, seguite dalla società svizzere Nestlé. Osservando dunque le maggiori esposizioni del fondo la diversificazione settoriale rispecchia quella "classica" con i big tech a primeggiare seguiti dagli investimenti nel settore sanitario e finanziario.

Per il National Pension Fund della Corea del sud la composizione del portafoglio a fine 2021 vede la maggior parte delle risorse investite in titoli a reddito fisso coreani, mentre gli investimenti azionari sono dati per lo più da esposizioni comuni alla maggioranza dei fondi pensione ossia dai colossi Apple, Microsoft, Amazon ed

Alphabet, mentre il portafoglio azionario domestico vede la società Samsung avere un peso complessivo del 22% rispetto tutti gli altri titoli coreani.

Tra i fondi pensione europei che gestiscono il maggior quantitativo di risorse vi è una prevalenza di quelli nord-europei ed in particolare dei fondi pensione olandesi, si è detto infatti come in queste nazioni la previdenza complementare è quella con le maggiori adesioni al mondo dunque tali fondi si trovano a gestire un ingente quantitativo di risorse. Analizzando la composizione delle esposizioni di tali fondi emerge la tendenza ad investire molto in società dei loro paesi e quella predominanza di investimenti in terra statunitense non è così marcata. Per citare i casi più rilevanti il fondo svedese Alecta, il più grande fondo pensione della Svezia con 136 miliardi di dollari di patrimonio gestito , ha come principale investimento in titoli azionari il titolo della società di investimento svedese Investor AB e come quarto investimento la società industriale svedese Atlas Copco (Alecta, 2022), mentre AMF, un altro fondo svedese, ha tra le prime cinque partecipazioni tutte società svedesi¹⁸; sempre in Svezia il fondo AP Fonden 4 ha un portafoglio costituito per il 9% da azioni svedesi e da azioni dei mercati emergenti per il 10,5% (AP Fonden 4, 2021).

Il fondo inglese B.T.P.S. ha invece il 57,6% delle risorse investite nel Regno Unito (B.T.P.S., 2022). Simili tendenze si riscontrano tra i fondi pensione finlandesi, tra i

¹⁸ <https://www.amf.se/om-amf/finansiell-information/vara-storsta-innehav/>

quali il fondo Keva non possiede tra le principali esposizioni i titoli dei “soliti” colossi big tech statunitensi, ma anzi le prime 2 società verso cui sono investite più risorse sono le multinazionali farmaceutiche Novo Nordisk e Roche Holdings con rispettivamente 77 e 74 milioni di euro investiti, mentre è da segnalare come nona partecipazione azionaria la società italiana Salvatore Ferragamo con 45 milioni di euro, scelta curiosa dato che il titolo di questa società non risulta tra i principali investimenti dei maggiori fondi pensione italiani né una società verso cui i fondi italiani sembrano orientare ingenti risorse (Keva, 2022). Mentre l’altro principale fondo finlandese Il Marinen ha un portafoglio che vede le partecipazioni azionarie di società finlandesi costituire il 30% degli investimenti bilanciandosi con gli investimenti (Ilmarinen, 2021). A confermare tale tendenza europea-centrica, il fondo Varma ha tra le prime esposizioni 13 esposizioni azionarie tutte società nord-europee, con Apple e Microsoft che ricoprono rispettivamente il quattordicesimo ed il quindicesimo posto (Varma, 2021). Al contrario non si osservano tendenze a prediligere investimenti locali per i fondi pensione olandesi: le loro maggiori esposizioni sono infatti concentrate negli Stati Uniti con sempre i colossi Apple, Microsoft, Alphabet ed Amazon a beneficiare dei maggiori investimenti. Tra i fondi pensione olandesi analizzati in questo lavoro che rendono nota la composizione del loro portafoglio si è osservato come alcuni di questi non abbiano investimenti in titoli di stato italiani: è il caso del fondo P.F.Z.W., decimo al mondo per patrimonio gestito pari a 315 miliardi di dollari gestiti, del fondo P.M.T. Meetaltech B. che

gestisce 115 miliardi di dollari e del fondo P.M.E. che gestisce 72 miliardi di dollari. I portafogli dei fondi pensione degli Stati Uniti sono invece sostanzialmente speculari tra loro. A fine 2022 il fondo statunitense con maggiori risorse gestite era il Teachers Insurance and Annuity Association dello stato di New York con 774 miliardi di dollari in gestione, il quarto fondo mondiale per patrimonio gestito dopo i 3 citati in precedenza, non rendendo nota la composizione del proprio portafoglio non è stato possibile fare un'analisi più dettagliata degli investimenti di tale fondo pensione, ma ci si aspetta che questi seguano la tendenza degli altri fondi pensione statunitensi che si analizzano di seguito. Al fondo newyorkese fa seguito il California Public Employees Retirement System (CalPERS) ed il California State Teacher Retirement System (CalSTRS) rispettivamente con 496 miliardi di dollari e 313 miliardi di dollari in gestione. Tra i primi 20 fondi ci sono poi il New York State Common Retirement Fund (267 miliardi di dollari gestiti), il New York City Retirement Fund (266 miliardi di dollari gestiti), il Florida State Board Fund (213 miliardi di dollari gestiti) ed il Teacher Retirement System of Texas (196 miliardi di dollari gestiti). Per i maggiori fondi statunitensi analizzati il 75% circa degli investimenti complessivi è in territorio nazionale. Tra i fondi che rendono nota la composizione dei loro portafogli si vede che per ognuno i primi 10 investimenti in titoli di stato sono tutti in titoli di stato statunitensi; mentre riguardo i titoli di stato azionari per tutti i fondi, come per gli altri fondi analizzati, le maggiori partecipazioni sono in Apple, Microsoft, Amazon ed Alphabet, per dare un'idea

della portata di risorse che raccolgono questi titoli il fondo CalPERS ha in gestione più di 4 miliardi di dollari di azioni sia di Apple che di Microsoft ed il fondo CalSTRS più di 3 miliardi di dollari per entrambi i colossi (CalPERS, 2022); un'eccezione è rappresentata dal fondo Teacher Retirement System of Texas che ha come terza maggiore partecipazione azionaria dopo Apple e Microsoft la società Taiwan Semiconductor M.C. con 565 milioni di dollari in gestione (Teacher Retirement System of Texas, 2022), una società verso la quale molti fondi anche europei ed italiani stanno indirizzando molte risorse. Un'altra società degli Stati Uniti verso la quale si concentrano molte risorse è la società Nvidia Corp., spesso presente tra i principali investimenti anche dei fondi italiani; l'azienda sta ad oggi scalando le gerarchie nei portafogli dei principali investitori istituzionali mondiali grazie al recente sviluppo dei software di intelligenza artificiale.

Sia per i fondi pensione degli Stati Uniti che per quelli europei gli investimenti nell'economia italiana sono limitati e concentrati in poche società, come si è visto è il settore energetico (Enel ed Eni) a raccogliere i singoli investimenti più sostanziosi, seguito dal settore finanziario (Intesa, Unicredit, Fineco, Generali e Banca Mediolanum); da segnalare tra gli investimenti più consistenti, oltre quelli del Fondo governativo norvegese di cui si è parlato prima, i 127 milioni di dollari di investimento del fondo CalSTRS ed i 94 milioni di dollari del New York State Common Retirement Fund in Enel, come riportato dagli ultimi bilanci dei due fondi, per il resto non si evidenziano significative partecipazioni nell'economia italiana.

Se si escludono i titoli di stato il contributo che la previdenza complementare, sia italiana che estera, apporta all'economia del nostro Paese è limitata, specie se si confrontano agli investimenti nazionali di alcuni fondi di alcuni fondi citati in precedenza. La COVIP a riguardo sostiene che i possibili fattori siano i riferimenti a benchmark di mercato che prevedono portafogli diversificati su scala internazionale nei quali il peso assegnato all'Italia è marginale, questo soprattutto per via delle poche società italiane quotate in borsa ed il limitato sviluppo dei mercati di capitale e di debito.

Capitolo 4

APPLICAZIONE DEI CRITERI ESG NELLA GESTIONE FINANZIARIA DEI FONDI PENSIONE

4.1 La finanza sostenibile e gli investimenti ESG

Negli ultimi anni stanno crescendo le iniziative delle maggiori istituzioni mondiali per far fronte ai sempre più problematici impatti che il cambiamento climatico sta portando nel nostro Pianeta. Il settore finanziario nello specifico è stato tra i più colpiti dai provvedimenti che con gli anni hanno reso il fattore ambientale come parte integrante dei processi economici. In particolare il mondo della finanza è stato coinvolto da normative che hanno fatto nascere quei termini ad oggi molto diffusi quali finanza sostenibile ed investimenti sostenibili e responsabili.

La finanza sostenibile è quel termine col quale si identificano prodotti e servizi finanziari capaci di integrare e conciliare gli obiettivi economici classici con gli aspetti E.S.G.: environmental (aspetti ambientali, quali l'emissione di CO₂, il consumo d'acqua), social (aspetti sociali, quali il rispetto dei dipendenti e la parità di genere) e governance (aspetti di buon governo, quali la tutela degli azionisti e le pari opportunità di carriera).

L'applicazione di ciò che prevede la definizione di finanza sostenibile si traduce nella selezione di investimenti sostenibili e responsabili (S.R.I., dall'inglese Sustainable and Responsible Investment), i quali, seguendo la definizione elaborata da Forum per la Finanza Sostenibile, sono quelle strategie di investimento orientate al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese ed istituzioni, integrano 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. Quindi la finanza sostenibile trova applicazione sia dal lato investitori nella scelta di investimenti in titoli e fondi che integrino criteri ESG, e sia dal lato azienda nell'impegno volto a garantire che l'aspetto ESG delle attività aziendali crei un impatto positivo per la società nel lungo periodo.

Ad oggi seppure le direttive in tema di investimenti sostenibili siano molteplici, si lamenta la mancanza di criteri ben puntuali su quali asset class poter categorizzare come sostenibili, come si vedrà anche nei successivi paragrafi, e per il fatto che si lasci quindi ampia discrezionalità ai gestori degli investimenti sul cosa considerare sostenibile. Tuttavia i dati disponibili consegnano la proiezione di 53 trilioni di dollari di asset ESG gestiti a livello globale nel 2025. Dall'ultimo report della Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) emerge che ad inizio 2020 questi asset erano di 35.3 trilioni di dollari, con un incremento del 15% rispetto il 2018 e del 55% rispetto il 2016. Sono gli Stati Uniti il mercato finanziario ad avere più investimenti sostenibili, dopo che fino al 2018 era stata l'Europa a detenere questo

primato con 14 trilioni di dollari contro gli 11 trilioni di dollari degli Stati Uniti, ma calati poi a seguito di modifiche nella definizione di investimento sostenibile; anche se è il Canada ad aver registrato la crescita maggiore di investimenti sostenibili tra il 2018 ed il 2020 (+48%) e sempre il Canada è il Paese con la proporzione di asset sostenibili più alta sul totale degli asset gestiti con il 61,8%, seguita dall'Europa con il 41,6%, il duo Australia-Asia con 37,9% e gli Stati Uniti con 33,2% (Global Sustainable Investment Alliance – GSIA, 2020).

Gli SRI si possono poi applicare a tutte le asset class secondo diverse strategie le quali possono essere adottate contemporaneamente per uno stesso portafoglio di investimento. Le strategie più comuni e diffuse sono queste riportate di seguito:

- ESG Integration: definita come la sistematica ed esplicita inclusione dei gestori degli investimenti dei fattori ESG nella loro analisi finanziaria;
- esclusione: approccio che prevede l'esclusione esplicita di singoli emittenti, settori e/o paesi sulla base di determinati principi e valori (esempi più diffusi sono i settori delle armi, del tabacco, della pornografia o l'odierno caso della Russia od altri emittenti coinvolti in casi controversi);
- convenzioni internazionali: approccio con cui si selezionano gli investimenti sulla base del rispetto di norme e standard internazionali definiti in sedi istituzionali quali OCSE e/o ONU;

- best in class: approccio che seleziona gli emittenti in portafoglio secondo criteri ESG privilegiando i migliori all'interno di una determinata categoria o che abbiano performance ESG migliori dei loro concorrenti;
- investimenti tematici: approccio che prevede di selezionare gli emittenti secondo criteri ESG ma focalizzandosi su uno specifico tema (ad esempio l'emissione di CO2, l'efficienza energetica, la parità di genere);
- engagement: è il dialogo investitore-impresa su questioni di sostenibilità esercitato mediante il diritto di voto connesso alla partecipazione al capitale azionario. In sintesi è un processo con cui l'investitore mira ad influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa;
- impact investing: l'investimento in imprese e/o fondi mirati a realizzare un impatto positivo misurabile sull'ambiente e sulla società.

Dall'ultimo report della Global Sustainable Investment Alliance viene indicato che le strategie ESG più adottate nei mercati finanziari mondiali, ad eccezione della più "generica" ESG Integration (25,2 trilioni di dollari totali in gestione sotto questa strategia), le strategie con le quali vengono gestiti maggiori asset sono l'esclusione (15,9 trilioni di dollari) seguita dall'engagement (10,5 trilioni di dollari); nell'ambito di quest'ultima strategia il ruolo dei fondi pensione può essere fondamentale, date le ampie partecipazioni azionarie che posseggono, di fatti molte pubblicazioni riguardanti il rapporto tra SRI e fondi pensione sottolineano

l'importanza di questa strategia.

I numeri citati sugli investimenti sostenibili nel mondo e sulle strategie in essere fanno capire quanto questi investimenti abbiano acquisito importanza, coadiuvati soprattutto dalla spinta che stanno dando gli individui della generazione “millennials”, più sensibili a questi temi in quanto nati e cresciuti nei periodi in cui i cambiamenti climatici stanno mostrando il loro maggiore impatto. I fondi pensione in questo senso devono fare i conti con i loro iscritti più giovani i quali una volta raggiunta l'età pensionabile non vorranno trovarsi a vivere in condizioni insostenibili per via dei cambiamenti climatici, dunque ad oggi specie per i neo-lavoratori la scelta su quale fondo pensione iscriversi verterà anche sul quantitativo di investimenti in essere dal fondo. Ma oltre ai cambiamenti climatici ci sono altre questioni che fanno capire quanto possa essere necessaria un cambio di rotta nella gestione di certi investimenti, basti pensare all'attuale guerra in Ucraina che ha reso più evidente l'importanza strategica dell'autonomia energetica ed in questo senso la generazione di energia da fonti sostenibili è sempre meno costosa e di facile progettazione. Ma parlando in linea generale l'investimento in asset alternativi è un altro modo per diversificare maggiormente il portafoglio di investimento.

È nel 2015 che l'Unione Europea ha posto la lotta al cambiamento climatico e la sostenibilità al centro delle proprie politiche con la sottoscrizione dell'Accordo di Parigi sul clima e dei 17 obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. Ma soprattutto con il Piano d'Azione per Finanziare la Crescita Sostenibile (Action

Plan on Financing Sustainable Growth) sottoscritto nel 2018 che l'Europa si afferma come maggiore promotrice al Mondo delle politiche sullo sviluppo economico-finanziario sostenibile.

Successivamente vi sono stati il Green Deal europeo conosciuto per aver posto l'obiettivo al 2050 sull'azzeramento delle emissioni di gas serra, ed il Next Generation EU lanciato per contrastare i danni dovuti alla pandemia da Covid-19 e che prevede finanziamenti ai paesi europei anche per investimenti in opere ed infrastrutture sostenibili.

Nel 2021 la Commissione Europea ha pubblicato poi la Renewed Sustainable Financial Strategy che prefigge sei specifici obiettivi al fine di ampliare la portata delle norme sulla finanza sostenibile andando ad esempio a facilitare l'accesso ai finanziamenti in ottica di transizione ecologica e rendendo la finanza sostenibile più inclusiva per le PMI ed i consumatori.

La priorità negli ultimi anni in materia di norme sulla finanza sostenibile si è spostata sull'avere definizioni chiare e condivise, sull'aumento della trasparenza e sulla qualità e comparabilità dei dati. L'UE è intervenuta su queste tematiche con importanti misure:

- la tassonomia europea delle attività economiche eco-compatibili (Regolamento UE 852/2020), una classificazione che esplica per ciascuna

attività economica i criteri tecnici in base ai quali questa contribuisce agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea;

- il Regolamento sulla trasparenza delle informazioni di sostenibilità (Regolamento UE 2088/2019, SFDR), che ha l'obiettivo di incrementare la trasparenza del mercato degli SRI e contrastare il greenwashing così da far chiarezza sui prodotti venduti come sostenibili;
- la Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità delle imprese (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD), anch'essa con l'obiettivo di incrementare la trasparenza ed accrescere la quantità di informazioni di sostenibilità a disposizione degli investitori;
- i benchmark climatici (che sono dettagliati nel regolamento UE 2089/2019) di transizione climatica e quelli allineati all'Accordo di Parigi, che fungono da strumento di confronto sulle performance di sostenibilità ambientale e climatica per i portafogli degli investitori;
- l'European Green Bond Standard, noto come strumento di confronto per le obbligazioni verdi al quale gli emittenti privati e pubblici possono aderire.

4.2 Novità legislative in materia di ESG: IORP II, SFDR e SRD II

Tra gli interventi normativi riguardanti la finanza sostenibile emanati a livello europeo quelle che coinvolgono direttamente i fondi pensione sono IORP II, Shareholder Rights II e S.F.D.R..

Avendo già dedicato un intero capitolo dell'elaborato alla normativa IORP II il seguente paragrafo si concentrerà maggiormente sulle novità portate dalle altre due direttive in merito all'integrazione dei fattori ESG da parte dei fondi pensione. Volendo ricordare quali fossero i passaggi più importanti di IORP II riguardo la tematica ESG, tale direttiva ha prescritto l'integrazione dei criteri ESG nell'attività di gestione del rischio a livello di corporate governance, i fondi pensione dovranno dotarsi di un ufficio di gestione del rischio oppure esternalizzare tale servizio, e tra questi rischi da individuare e mantenere ci sono pure i fattori ESG così come disposto dall'articolo 5-ter della direttiva, IORP II pone quindi i rischi ESG da gestire e valutare al pari degli altri rischi economici; prevede poi l'obbligo di disclosure riguardo l'applicazione di tali criteri, ossia gli aderenti vanno informati se e come i criteri ESG vengono integrati nella gestione finanziaria del fondo ed eventualmente il perché non vengono applicati. Il punto focale è però che la direttiva non prevede alcun obbligo di integrazione dei fattori ESG negli investimenti dei fondi pensione e obblighi simili si vedrà non vengono disposti nemmeno da SRD II e SFDR.. Ma comunque IORP II è fondamentale perché rende parte del sistema di governo e della gestione dei rischi la considerazione dei rischi ambientali, sociali e di governance. Per chiarire meglio la questione sul non obbligo

di integrazione dei criteri ESG si cita l'esempio riportato in un articolo del Sole 24 Ore in merito all'entrata in vigore di IORP II: non sono obbligato ad avere in portafoglio aziende di energie rinnovabili ma al tempo stesso se ho investito in miniere di carbone devo valutare i rischi ambientali di tale investimento e soprattutto sono obbligato a comunicare agli aderenti dei fondi pensione tale investimento¹⁹. IORP II è strettamente collegata alla direttiva UE 2017/828 (Shareholder Rights – SRD II, recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. 49 del 2019) in quanto con gli obblighi che dispone prepara la strada per gli adempimenti dettati dalla SRD II; quest'ultima va a modificare la precedente direttiva 2007/36 con l'obiettivo di incoraggiare l'impegno nel lungo termine degli azionisti e più nello specifico di superare l'impegno insufficiente degli investitori istituzionali nell'esercizio del loro diritto di voto connesso alle partecipazioni nel capitale delle imprese in cui investono. Quindi l'UE con SRD II vuole imbastire un nuovo approccio alla corporate governance delle società quotate e lo fa andando a puntare sulla strategia dell'engagement facendo sfruttare al meglio agli investitori istituzionali i loro diritti di azionisti (da qui il nome dato alla direttiva "Shareholder Rights). La direttiva ha l'obiettivo ultimo di assicurare una crescita di valore delle azioni equilibrata e sostenibile nel lungo periodo, prevedendo in particolare che sia predisposta una politica di impegno nei confronti delle società partecipate secondo

¹⁹ <https://www.ilsole24ore.com/art/fondi-pensione-scatta-l-obbligo-controllare-rischi-ambientali-AFyjwMC>

il principio del “comply or explain”(che è un principio che implica l’obbligo di fornire una chiara motivazione dell’eventuale mancanza di divulgazione di tali informazioni), l’obbligo di rendere pubblico in che modo la strategia di investimento azionario contribuisca al rendimento di medio-lungo periodo e che gli azionisti esprimano il loro parere circa la politica aziendale di remunerazione al fine di creare un collegamento coerente tra retribuzione e risultati.

4.2.1 La direttiva S.F.D.R.

Nel 2021 è entrato in vigore il regolamento europeo 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation, S.F.D.R.), tale direttiva è uno dei pilastri fondamentali del più ampio progetto dell’Agenda della Finanza Sostenibile ed è stata introdotta come parte centrale dell’Action Plan on Sustainable Finance del 2018; la direttiva si prefigge lo scopo di uniformare i requisiti di reporting sui prodotti finanziari da parte di tutti i partecipanti ai mercati finanziari che abbiano sede nell’UE (o che commercino prodotti a clienti situati nell’UE), ossia andrà a creare un framework comune di rendicontazione chiaro e trasparente al fine di rendere più agevole per gli investitori confrontare le proposte di investimento riguardo ai fattori ESG; il secondo obiettivo che SFDR si prefigge è di controllare il fenomeno del greenwashing finanziario. Quest’ultimo è definito come quella falsa presentazione di un’immagine di un’impresa impegnata a favore dell’ambiente. Il greenwashing è dunque una tecnica di marketing fuorviante da

parte delle aziende che auto-proclamano le loro attività come sostenibili esaltando delle loro iniziative a favore dell'ambiente ma al contempo occultando altre attività con impatti negativi. Nell'ottica dei fondi pensione e nel mondo della finanza in generale si parla dunque di greenwashing finanziario quando un investimento viene selezionato a seguito di valutazioni in ottica ESG basate su informazioni fuorvianti. Per capire la portata del greenwashing finanziario, in un report del 2021 di Influence Map su un'analisi effettuata da 723 fondi azionari ESG che gestivano un totale di 330 miliardi di dollari, il 71% di questi fondi è risultato non in linea con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi e che tra le aziende detenute in portafoglio la maggior parte sono legate al settore del combustibile fossile²⁰. Queste cifre servono a mettere in chiaro perché una normativa come SFDR fosse necessaria al fine di chiarire cosa sia sostenibile e cosa invece finge di esserlo. L'ultimo obiettivo principale di SFDR è quello di raccogliere fondi per il Green Deal Europeo promuovendo gli investimenti privati sostenibili, dai quali viene stimato sia necessario raccogliere tra i 170 ed i 290 miliardi di euro all'anno al fine di completare la transizione energetica per la quale i fondi pubblici non sono sufficienti.

Le informazioni che la direttiva chiede ai partecipanti ai mercati ed ai consulenti di fornire riguardano i concetti dei principali impatti negativi ai fattori di sostenibilità (Art.4) e dei rischi di sostenibilità (Art.6) con i primi che attengono gli effetti

²⁰ <https://financemap.org/report/Climate-Funds-Are-They-Paris-Aligned-3eb83347267949847084306dae01c7b0>

negativi che le decisioni di investimento o la consulenza potrebbero avere sui fattori di sostenibilità (i fattori relativi alle problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, al rispetto dei diritti umani ed alle questioni relative alla lotta alla corruzione²¹²²), mentre per rischi di sostenibilità si intendono tutti quegli eventi o condizioni ambientali, sociali o di governance che potrebbero causare un impatto negativo sul valore di un investimento. SFDR chiede che i soggetti obbligati rilascino informazioni su come tali elementi siano integrati nella loro attività od eventualmente una “chiara motivazione di tale mancata considerazione”, mentre riguardo i rischi di sostenibilità la direttiva chiede di indicare come questi siano integrati nella politica di remunerazione (Art.5).

Più nello specifico gli obblighi che SFDR prevede riguardano da un lato l’oggetto dell’informativa, distinguendo l’ “entity level” ossia le informazioni riferite ai partecipanti ai mercati finanziari ed ai consulenti, ed il “product level” attenente le informazioni sui prodotti finanziari; dall’altro lato le modalità di fornitura delle informazioni (sito web, informativa pre-contrattuale od informativa periodica).

All’art.2 paragrafo 17 viene proposta una definizione qualitativa di investimento sostenibile distinguendo tre requisiti da rispettare:

²¹ Art.2 – paragrafo 24

²² Per i partecipanti ai mercati ed ai consulenti finanziari con più di 500 dipendenti la disclosure sui PAI è diventata obbligatoria già da giugno 2021

- contribuire ad un obiettivo ambientale o sociale;
- non danneggiare in modo significativo alcun altro scopo ambientale o sociale;
- le società partecipate devono avere buone pratiche di governance;

SFDR categorizza poi gli investimenti in tre classi distinte a seconda del livello di importanza attribuito ai criteri ESG, ognuna delle tre categorie viene definita dall'articolo di riferimento della direttiva:

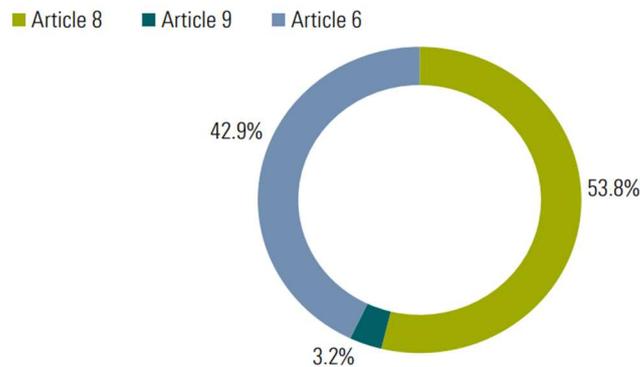
- Articolo 6: prodotti non focalizzati sulla sostenibilità, sono quei prodotti che non possono essere identificati come sostenibili né utilizzare i termini “ESG” o “sostenibilità” nella loro disclosure;
- Articolo 8: la direttiva classifica in questa categoria quei prodotti che rispettino i requisiti 1 e 3 dell'art.2 paragrafo 17, sono quei prodotti “light green” ossia strumenti finanziari che promuovono caratteristiche sociali e/o ambientali ma che hanno prevalentemente concentrata la loro attività in investimenti di altro tipo;
- Articolo 9: sono quei prodotti che rispettano tutti e tre i requisiti dell'art.2 paragrafo 17, sono prodotti definiti “dark green” ossia strumenti che hanno come obiettivo principale gli investimenti sostenibili.

Chiarito come la direttiva classifica gli strumenti finanziari, le norme prevedono diversi obblighi a seconda della categoria in cui gli strumenti sono classificati: per

la categoria “non-ESG” (Art.6) occorre spiegare il motivo del perché nelle scelte di investimento non siano contemplati gli investimenti sostenibili e le ragioni eventuali per le quali il rischio di sostenibilità sia giudicato come non pertinente; per gli strumenti definiti come sostenibili (Art. 8 e 9) l’obbligo è di spiegare quali siano gli obiettivi di sostenibilità e come si intende raggiungerli ed il modo in cui i rischi di sostenibilità vengono definiti, misurati ed integrati, oltre che il loro impatto sul rendimento finanziario dello strumento in oggetto.

L’entrata in vigore di SFDR ha sicuramente contribuito ad accrescere l’interesse verso questo tipo di investimenti: secondo l’ultimo report pubblicato da Morning Star con dati aggiornati al primo trimestre 2023 gli asset dei fondi conformi agli articoli 8 e 9 hanno raggiunto i 4.9 trilioni di euro (a fine 2022 erano 4.7 trilioni) che rappresentano il 57% di tutto il patrimonio investito in Europa. Nello specifico dei 4.9 trilioni di euro i fondi art.8 ne compongono il 53.8%, i fondi art.6 il 42.9% ed il restante 3.2% è rappresentato dai fondi art.9.

Exhibit 6a SFDR Fund Type Breakdown (by Assets)



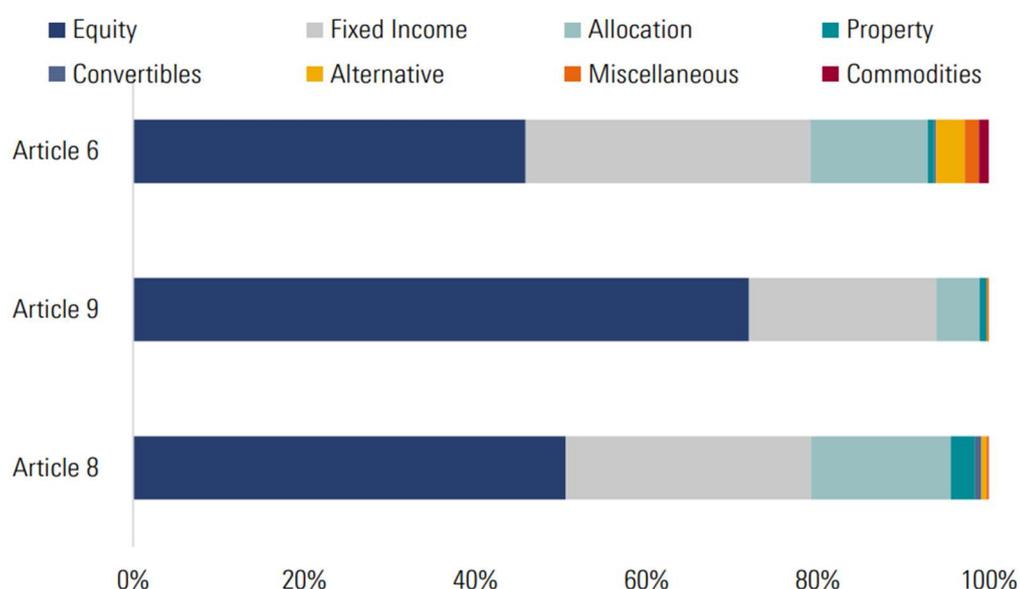
—
classificazione dei fondi offerti in Europa secondo la direttiva SFDR a fine marzo 2023

fonte: Morning Star - SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q1 2023 in Review

Pur essendo aumentati di numero nel primo trimestre 2023 (dal 3.2% del totale a fine 2022 al 3.6%) i fondi art.9 nel lungo periodo hanno visto diminuire la loro porzione di mercato, il che è perfettamente prevedibile in quanto sono la categoria che deve rispettare i criteri più stringenti imposti dalla SFDR, ma questo downgrade ha avuto inizio quando l'ESMA ha imposto che per rientrare nella categoria dell'art.9 i fondi dovrebbero avere la totalità di asset in portafoglio sostenibili (ad eccezione delle liquidità e delle attività usate ai fini di copertura), di conseguenza pochi fondi riescono a rientrare in questa soglia del 100%; secondo i dati Bloomberg Intelligence il 70% dei fondi inizialmente classificati come art.9 è stato poi declassato alla categoria art.8²³.

²³ <https://www.etfstream.com/articles/over-70-of-article-9-etfs-downgraded-to-article-8>

Per tutte e tre le categorie di fondi l'asset class maggiormente presente in portafoglio è quella azionaria, che per i fondi art.9 arriva alla soglia dell'80%, mentre per i fondi art.6 e 8 si assesta attorno al 50%. Fa seguito la categoria dei titoli a reddito fisso, maggiormente significativa per i fondi art.6 dove ricopre circa un 35%, meno per i fondi art.8 e 9 con una percentuale tra il 25 ed il 30%.



suddivisione delle classi di investimento dei fondi classificati secondo la direttiva SFDR a fine marzo 2023

fonte: Morning Star - SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q1 2023 in Review

In termini di società partecipate sono oltre 17230 le aziende presenti nei fondi art. 8 e 9, 4986 di queste presenti in entrambe le categorie, con i fondi art.8 che tendono ad essere più vari come attività delle aziende mentre i fondi art.9 avendo criteri più stringenti sono più limitati ed omogenei come aziende partecipate. La società più popolare tra i fondi art.8 risulta essere Alphabet presente nel 29% dei fondi di questa

categoria, seguita da Microsoft (26%) e Novo Nordisk e Roche Holding (entrambe con il 23%), mentre tra i fondi art.9 la società più presente è Schneider Electric presente nel 45% dei fondi, seguita da ASML Holding e Vestes Wind Systems (entrambe al 37%) e Microsoft (30%).

L'adozione della normativa si è resa necessaria data la difficoltà nel classificare gli investimenti sostenibili e dalla mancanza di dati coerenti e solidi da parte delle aziende quotate. Tuttavia nonostante SFDR abbia dato dei criteri di classificazione mancano ancora oggi delle soglie numeriche e dei criteri quantitativi per categorizzare i fondi e gli altri strumenti finanziari, quindi la valutazione della differenza tra i prodotti risulta ancora limitata. La mancanza di criteri quantitativi fa dunque sì che non vi sia un confine oggettivo tra i prodotti art.6, 8 e 9 costringendo i partecipanti ai mercati finanziari a dare un'auto-classificazione dei prodotti che offrono. L'ESMA propose come soluzione una soglia dell'80% del patrimonio investito in titoli ESG per poter classificare un fondo come "ESG" ed una soglia del 50% affinché un fondo possa essere classificato come "sostenibile". Pur restando fondamentale la trasparenza voluta dalla SFDR, dalla SDR II e da IORP II questa da sola non è sufficiente perché una classificazione univoca è in ogni caso necessaria; simili critiche sono state smosse anche dal Forum per la Finanza Sostenibile (EUROSIF) che nell'ultimo report lancia l'appello di chiarire la definizione di investimento sostenibile proponendo, ad esempio, di allineare la definizione basata sul triplice requisito con la definizione della Tassonomia

dell'UE, nella quale viene invece stabilito che un'attività economica si definisce sostenibile se contribuisce ad almeno uno dei sei obiettivi prefissati dall'Unione Europea senza intaccare i restanti cinque, i sei obiettivi sono: la mitigazione del cambiamento climatico, l'adattamento al cambiamento climatico, l'uso sostenibile e la protezione delle risorse idriche e miniere, la transizione verso l'economia circolare con riferimento anche al riciclo dei rifiuti, la prevenzione e il controllo dell'inquinamento, la protezione della bio-diversità e della salute degli eco-sistemi. EUROSIF sottolinea come la mancanza di una definizione condivisa potrebbe comportare un rischio reputazionale per i partecipanti ai mercati finanziari, in quanto potrebbe accadere che i loro clienti, o le autorità nazionali, non condividano la loro interpretazione della direttiva SFDR, inoltre questo potrebbe sfociare in un'eccessiva frammentazione tra gli stati europei riguardo la definizione di attività sostenibili e questo è in controtendenza rispetto la "Capital Market Union" volute dall'UE. Ma in senso più generale definizioni chiare e concise servono per far sì che l'investitore prenda decisioni in maniera più consapevole.

Un'ulteriore problematica legata alla SFDR è stata esposta dall'SMSG (Securities and Markets Stakeholder Group), un gruppo consultivo a cui si appoggia l'ESMA; gli esperti del gruppo hanno dichiarato che parallelamente al problema del greenwashing può sorgere il problema del greenbleaching, ossia quei casi in cui i gestori dei fondi che investono in attività sostenibili si astengono dal dichiararlo per evitare problematiche derivanti dagli obblighi di divulgazione di dati e secondo il

gruppo questa pratica potrebbe non essere sanzionabile, questo perché fino a che non vi sarà l'obbligo di indicare quanto un prodotto sia sostenibile la mancanza di tale indicazione non potrà considerarsi come “falsa rappresentazione” e quindi sanzionata. L'SMSG si è espressa anche sul fenomeno dei declassamenti dei fondi sostenendo che tale fenomeno sia conseguenza dell'incertezza interpretativa della norma e sottolineando che la mancanza di una normativa chiara possa far svuotare la categoria degli art.9²⁴.

4.3 Analisi dei criteri ESG ai fondi pensione italiani

Passando all'analisi di come i fondi pensione italiani adottino politiche ESG nelle loro decisioni di investimento, è doveroso premettere che la normativa italiana già prima dell'introduzione delle direttive analizzate in precedenza aveva adottato misure legislative che avevano come fulcro le tematiche ESG nell'attività dei fondi pensione. Nel 2005 il decreto 252 riportava due interi commi dedicati alla tematica dove si chiedeva ai fondi pensione di esporre nel loro rendiconto annuale e nelle comunicazioni periodiche agli iscritti se nella gestione delle risorse venissero presi in considerazione aspetti ambientali, sociali ed etici. Il D.M. 166 del 2014 ha specifiche parti dedicate ai fondi pensione e principi etici: all'art.3 comma 6 si legge “il fondo pensione comunica alla COVIP gli aspetti etici, ambientali, sociali e di

²⁴ <https://esgnews.it/regulator/sfdr-senza-chiarezza-sugli-investimenti-sostenibili-la-categoria-9-diverra-vuota-e-la-8-inutile/>

governo societario presi in considerazione nell'attività di investimento”.

La COVIP con varie delibere ha poi disposto come questo genere di informazioni andassero rendicontate: nella delibera del 31 ottobre 2006 si chiedeva alle forme pensionistiche complementari “se e in che modo nell’attuazione della politica di investimento sono stati presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali, specificando le strategie poste in essere, i criteri di investimento e le eventuali iniziative di azionariato attivo”. In seguito nella delibera del 22 luglio 2010 si chiedeva di indicare “le metodologie e i criteri sulla base dei quali sono stati selezionati gli investimenti socialmente responsabili; gli investimenti e i disinvestimenti effettuati nell’anno di riferimento in relazione a tali aspetti”, questo in riferimento a quei fondi pensione che già prendevano in considerazione tali aspetti nei loro investimenti. Nella delibera del 16 marzo 2012 veniva poi chiesto di esplicitare “gli aspetti etici, sociali ed ambientali cui si intende dedicare attenzione nella gestione delle risorse”. Come si è detto è stato il d.lgs. n°147 del 2018 (che ha recepito IORP II) a portare la sostenibilità a pieno regime nel mondo della previdenza complementare.

I dati che però non fanno ben sperare circa la considerazione delle tematiche ESG nel mondo della finanza italiana sono quelli relativi alle conoscenze degli italiani in materia ESG e di finanza in generale, da un’indagine condotta dalla CONSOB su un campione di 5000 individui è emerso che ben il 43% non ha mai sentito parlare

di ESG, e solo il 5% dichiara di possedere una conoscenza finanziaria avanzata²⁵. Tutto ciò fa guadagnare all'Italia il gradino più basso in termini di alfabetizzazione finanziaria tra i paesi del G20; anche se a nostra discolpa anche negli Stati Uniti i risultati non sono così positivi con solo il 29% dei 1850 intervistati che ha saputo rispondere correttamente ad almeno 1 domanda sulle tematiche ESG.

4.3.1 Classificazione dei fondi pensione italiani dopo la Direttiva S.F.D.R.

Poco dopo l'introduzione della SFDR, Mefop condusse una prima analisi per fornire un quadro di come il mercato dei fondi pensione in Italia reagì all'ingresso della direttiva. L'indagine coinvolse i principali fondi pensione aperti, la totalità dei fondi pensione negoziali e 12 fondi pensione preesistenti. Tra i fondi pensione negoziali le linee classificate come sostenibili secondo le indicazioni degli art.8 e 9 rappresentavano il 16,3% dell'offerta complessiva di cui il 13,3% è classificato come prodotto "light green", ossia che promuove caratteristiche ambientali e sociali (Art.8) ed il 3% come prodotto "dark green" ossia avente obiettivo di sostenibilità; ma ciò significa che l'81,6% dei fondi negoziali è classificato come prodotto non focalizzato sulla sostenibilità. Simili risultati si ottengono dai 12 fondi pensione preesistenti analizzati (che compongono un patrimonio di 39,9 miliardi di euro pari al 60% del patrimonio gestito dai fondi preesistenti) dove le linee di investimento

²⁵ <https://www.we-wealth.com/news/investimenti/outlook-e-previsioni/educazione-finanziaria-italiani-sanno-poco-anche-esg>

classificate come sostenibili sono del 17,9% delle quali però nessuna è categorizzata come art.9 ma tutte come art.8. Dati più confortanti si trovano tra i fondi pensione aperti dove tra quelli analizzati i comparti considerati sostenibili sono il 33% ma anche in questo caso tutti come “light green” e nessuno come dark green art.9. I dati presi dall’ultima relazione COVIP non vanno a smentire quanto emerse dall’analisi Mefop: a fine 2022 è addirittura emerso che i fondi pensione classificati come art.9 sono scomparsi del tutto (passando dalle 6 unità a fine 2021 a zero) e non arrivano buone notizie nemmeno dai fondi “light green” che sono calati di 11 unità rispetto il 2021. Ma il “rischio estinzione” dei fondi pensione art.9 non riguarda solo il nostro Paese ma è un fenomeno internazionale, l’ultimo report di Morning Star dice che vi è stato un declassamento dei fondi art.9 dai fondi art.8 per un totale di 175 miliardi di euro, e questo secondo la COVIP è dato sia dal fatto che la normativa si sia fatta più chiara e specifica facendo diminuire i fondi appartenenti alla categoria degli art.9, sia perché i fondi vogliono evitare accuse di greenwashing. Più in generale in Italia solo 39 su 165 forme pensionistiche complementari integrano fattori di sostenibilità nella loro gestione finanziaria con riguardo ad almeno 1 comparto offerto; i comparti caratterizzati da una politica di investimento sostenibile sono nel complesso 101, il 18% dei comparti analizzati ed il 17% del patrimonio gestito (la COVIP ha analizzato tutti i fondi pensione negoziali e aperti ed un campione di 24 fondi pensione preesistenti).

4.3.2 Politiche di investimento sostenibile nei fondi pensione italiani

Notizie migliori sul fronte sostenibilità arrivano dallo stress test svolto nel corso del 2022 finalizzato a valutare la resilienza e l'esposizione dei fondi pensione di fronte ad uno scenario climatico avverso, attuato su iniziativa dell'EIOPA e secondo le indicazioni da essa fornite. Lo stress test climatico ha coinvolto i fondi pensione selezionati sulla base dei criteri definiti dall'EIOPA al fine di coprire almeno il 60% degli asset del settore a prestazione definita ed almeno il 50% degli asset a contribuzione definita, coinvolgendo alla fine 28 fondi pensione, 23 a contribuzione definita (16 fondi pensione negoziali e 7 fondi pensione aperti) e 5 a prestazione definita (tutti fondi pensione preesistenti). Nel confronto europeo, i fondi pensione italiani hanno mostrato una maggiore resilienza ed una minore vulnerabilità rispetto lo scenario avverso, registrando una diminuzione media degli asset dell'8% circa, rispetto la diminuzione media degli asset del 12.9% di tutto il campione europeo. Lo scenario avverso dello stress test prevedeva un aumento immediato, forte ed inatteso del prezzo delle emissioni di anidride carbonica al livello ipotizzato dal Network for Greening the Financial System (NGFS) al 2030 nel caso di ritardi nell'azione di contenimento del riscaldamento globale, quindi lo scenario consisteva in una brusca attuazione degli obiettivi climatici che fa subire al settore energetico uno shock impattando anche sui mercati finanziari. Questo stress test è stato un'ottima occasione per porre l'attenzione riguardo la composizione dei

portafogli dei fondi sotto il profilo dell'esposizione ai rischi climatici, ed il buon risultato dell'Italia deriva da una minore esposizione dei portafogli dei fondi italiani ai settori economici ad alta intensità di utilizzo dei combustibili fossili, per i quali si è ipotizzato un maggiore impatto dei rischi climatici, nello specifico l'esposizione azionaria dei fondi partecipanti al test è pari al 6% del portafoglio complessivo dei fondi a contribuzione definita e pari al 3% tra i fondi a prestazione definita.

Nell'ultima edizione della ricerca di Forum per la Finanza Sostenibile che ha l'obiettivo di monitorare l'inclusione dei criteri ESG nelle scelte di investimento degli investitori previdenziali italiani, 115 piani previdenziali sono stati invitati a rispondere circa la loro adozione degli SRI, l'indagine conteneva poi domande riguardanti l'adeguamento alle direttive IORP II, SRD II e SFDR. Il tasso di risposta è stato di 89 su 115, pari a 218 miliardi di € di patrimonio gestito. Il 76% dei piani previdenziali rispondenti al sondaggio (68 piani) dichiara di includere i criteri ESG nelle scelte di investimento registrando un forte aumento rispetto ai 55 su 88 del 2021, tali piani attivi in materia di SRI gestiscono circa 164 miliardi di €, il 75% del patrimonio degli 89 piani rispondenti. Nello specifico la ricerca chiedeva ai partecipanti di rispondere "SI", "No, ma ci sono valutazioni in corso" o "NO" alla domanda circa l'inclusione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento e 15 piani che avevano indicato la seconda opzione nel 2021 hanno modificato la loro posizione in "Si" nel 2022.

Edizione	Campione	Rispondenti	Inclusione criteri ESG (% rispondenti)
2015	50	30 (60%)	40%
2016	50	36 (72%)	44,4%
2017	50	40 (80%)	42,5%
2018	50	43 (86%)	37,2%
2019	115	90 (78,2%)	46,6%
2020	115	85 (73,9%)	62%
2021	115	88 (76,5%)	62,5%
2022	115	89 (77%)	76%

inclusione dei criteri da parte dei rispondenti al sondaggio annuale di Forum per la Finanza Sostenibile

fonte: Forum per la Finanza Sostenibile – “Le politiche di investimento sostenibile degli investitori previdenziali italiani – ottava edizione 2022”

I piani più attivi sono i fondi pensione negoziali, i fondi pensione aperti e le casse di previdenza (riguardo quest’ultima categoria il report sottolinea che nel 2015 quelle che includevano strategie ESG erano ferme a zero per passare a 13 nel 2022). La principale motivazione indicata per l’interazione degli SRI è la possibilità di coniugare l’impatto socio ambientale con un congruo ritorno finanziario. La ricerca dall’altro lato chiedeva di segnalare quali fossero le principali criticità riscontrate nell’adozione di tali strategie e la maggioranza ha indicato come tali la mancanza di dati affidabili e standardizzati e la mancanza di certificazioni che tutelino contro il greenwashing. Aumentano anche i piani in cui le performance ESG sono esaminate per più di una volta l’anno, da 22 nel 2021 a 32 nel 2022.

Riguardo i piani che non includono criteri ESG, 7 piani dichiarano di non aver fatto valutazioni in merito ed il principale motivo indicato è sempre la mancanza di dati

ESG affidabili e standardizzati, l'altro principale motivo più indicato è il non voler porre limiti agli investimenti, nessuno ha comunque indicato l'alto rischio od il basso rendimento come motivazione; 2 piani dichiarano invece di non aver affatto affrontato il tema.

Riguardo il tasso di copertura la metà (51%) dei piani attivi in ambito SRI estende gli investimenti sostenibili alla quasi totalità del patrimonio (la quota compresa tra il 75% ed il 100%), dato in continuo aumento passato da 25 nel 2020 a 29 nel 2021 e 35 nel 2022.

Mentre riguardo le strategie SRI più diffuse, la più adottata è quella dell'esclusione impiegata dal 27% dei piani e soprattutto dai fondi pensione negoziali ed aperti, e tale strategia risulta la più utilizzata negli investimenti nelle asset class più liquide: equity, corporate bond e titoli di stato (33%, 36% e 48% dei casi); mentre i settori più esclusi nell'ambito di tali strategie sono armi, tabacco, giochi d'azzardo e pornografia. Dopo la strategia dell'esclusione le più adottate sono le convenzioni internazionali, la best in class e l'engagement (quest'ultima più utilizzata dai fondi pensione aperti rispetto quelli negoziali e preesistenti). In riferimento a quest'ultima strategia è stato chiesto ai fondi pensione partecipanti con quale opzione si fossero adeguati a SRD II (comply or explain) con il 68% (15 su 22 rispondenti che adottano la strategia dell'engagement) che ha adottato l'opzione "comply" ed il 23% l'opzione explain, mentre il restante 9% l'opzione "partial comply". Dei 30 piani che attuano questa strategia 21 hanno definito una politica di impegno nei

confronti degli emittenti inseriti in portafoglio soprattutto su temi come la gestione dei rischi legati al cambiamento climatico, il rispetto dei diritti umani, promozione della parità di genere e la riduzione delle emissioni di gas serra.

Tra i piani che invece adottano la strategia dell'impact investing (in questo caso sono le casse di previdenza ad adottare maggiormente questa strategia) gli investimenti a impatto si concentrano sull'energia rinnovabile seguiti dagli investimenti in green bond (rispettivamente attuati da 22 e 16 piani), mentre riscuote successo anche l'housing sociale (15 piani).

Tra i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs) indicati dall'ONU nell'ambito dell'Agenda 2030 il 28% dei piani dichiara di tenerli in considerazione e tra questi gli obiettivi più citati sono la lotta al cambiamento climatico, salute e benessere, lavoro dignitoso e crescita economica, energia pulita e accessibile e parità di genere. Solo 1 piano dichiara di perseguire l'obiettivo net-zero, data la sua difficile attuazione.

4.3.3 L'esposizione al settore fossile dei fondi pensione italiani

Si analizzeranno ora gli investimenti dei principali fondi pensione negoziali e aperti italiani per cercare di fare una panoramica dell'esposizione complessiva ai settori considerati controversi secondo un'ottica ESG, in particolare al settore del fossile e del carbone. Seppure simili ricerche non potranno essere complete in quanto non è possibile conoscere nel dettaglio i titoli in portafoglio dei fondi pensione italiani

oltre la cinquantesima posizione si ritiene che le prime 50 esposizioni possono comunque rappresentare un buona approssimazione della situazione generale del settore; fornire, in tutto o in parte, il dettaglio dei titoli in portafoglio è inoltre vista come una buona pratica in ottica ESG in quanto permette all'investitore di assumere decisioni con maggiore consapevolezza.

Seppur in aumento nel corso degli anni, gli investimenti in asset alternativi quali gli investimenti ESG non risultano ancora così preponderanti in quanto il grosso delle attività dei fondi pensione italiani è legato agli investimenti tradizionali; uno studio di Columbia Threadneedle afferma che questo fatto può essere spiegato da due motivi: il primo è legato ai benchmark utilizzati che non sempre includono strumenti alternativi, il secondo è dovuto alle analisi da effettuare prima di compiere determinate scelte di investimento ed a riguardo come più volte rimarcato la mancanza di definizioni standardizzate e condivise in tema di investimenti ESG non rende agevole l'analisi. Tra le opzioni di investimento ESG i fondi pensione italiani prediligono il settore delle infrastrutture, in particolare i comparti della transizione energetica e delle fonti rinnovabili²⁶, settori che ad oggi rappresentano un'ottima scelta di investimento per investitori come i fondi pensione che hanno ottiche di lungo periodo in quanto possono ridurre la volatilità di portafoglio.

Una ricerca pubblicata da Re:Common nel 2020, basandosi sui dati di bilancio dei

²⁶ <https://esgnews.it/focus/opinioni/il-portafoglio-dei-fondi-pensione-in-italia-attenzione-crescente-a-esg-e-infrastrutture/>

fondi pensione al 31/12/2018 mostrò un'esposizione diretta al settore del fossile complessiva di circa 112 milioni di euro che arriva a 127 milioni se si aggiungono le partecipazioni tramite fondi, con Fonchim che risultava essere il fondo maggiormente esposto con 33 milioni circa di partecipazioni, tutti investimenti diretti, seguito da Fopen (21 milioni, tutti investimenti diretti) e Cometa (10 milioni di partecipazioni dirette e 6 milioni di partecipazioni tramite fondi), mentre Fon.Te. non risultava avere partecipazioni dirette in tale settore tra le prime 50 esposizioni; Priamo risultava essere il fondo che aveva l'esposizione complessiva più elevata sul totale del patrimonio con l'1.05% a fronte di un'esposizione complessiva media tra i primi 10 fondi negoziali dello 0.37%²⁷.

Riguardo gli investimenti considerati a rischio secondo un'ottica ESG la ricerca esponeva che ci fossero 5 società appartenenti al settore del fossile e del carbone che erano spesso presenti in portafoglio tra i fondi pensione italiani, queste società erano: Enel, RWE, Electricité de France, Israel Electric e BHP Billion; di queste ad oggi nessuna eccetto Enel trova spazio tra i primi 50 titoli in portafoglio dei fondi pensione italiani, l'unica eccezione è il fondo negoziale Fonchim che detiene partecipazioni obbligazionarie in Electricité de France, Israel Electric e BHP Billion. Dagli ultimi dati di bilancio dei fondi pensione emerge perciò una complessiva minore esposizione al settore del fossile sia per i fondi negoziali che

²⁷ <https://valori.it/chimici-trasporti-poste-ecco-i-fondi-pensione-che-finanziano-il-fossile/>

per i fondi aperti, tale conclusione arriva confrontando i primi 50 titoli di ogni fondo pensione analizzato con le liste di società maggiormente esposte al settore del fossile e del carbone pubblicato dal gruppo di ricercatori tedeschi Urgewald nel portale “Coalexit”²⁸, dove vengono elencate quelle aziende i cui ricavi derivano per più del 30% dal settore del carbone o producono più di 20 milioni di tonnellate l’anno di carbone. Tra gli investimenti maggiori dei fondi pensione non sono presenti tra le prime 50 esposizioni società che fanno parte dell’ultima lista pubblicata da “Coalexit”, le uniche eccezioni sono come detto le esposizioni per la società italiana Enel e per Berkshire Hataway Energy, holding posseduta al 92% da Berkshire Hataway. Osservando i principali investimenti dei fondi pensione italiani le esposizioni dirette tramite partecipazioni o finanziamenti nella società Enel risultano essere maggiori tra i fondi pensione aperti, dove arrivano ad oltre 20 milioni di euro, meno tra i fondi pensione negoziali dove sono circa la metà, 10.7 milioni di euro; riguardo questi ultimi il dato risulta in calo rispetto al 2020 quando la ricerca di Re: Common indicò 14.2 milioni di euro circa di investimenti diretti. È comunque verosimile che tra le partecipazioni minori dei fondi pensione si trovino diversi investimenti in Enel, soprattutto per il fatto che si tratta di una società italiana.

²⁸ <https://www.coalexit.org/>

FONDO	TIPOLOGIA FONDO	TIPOLOGIA INVESTIMENTO	CONTROVALORE
PRIAMO	NEGOZIALE	AZIONARIO	6.020.011
SOLIDARIETA' VENETO	NEGOZIALE	OBBLIGAZIONARIO	981.910
FONCHIM	NEGOZIALE	OBBLIGAZIONARIO	3.810.000
FOPEN	NEGOZIALE	OBBLIGAZIONARIO	888.367
EURORISPARMIO PREVIDENZA COMPLEMENTARE - SELLA SGR	APERTO	OBBLIGAZIONARIO	2.340.240
PREVID SYSTEM - INTESA SAN PAOLO VITA	APERTO	OBBLIGAZIONARIO	299.760
AZIONE DI PREVIDENZA - HDI ASSICURAZIONI	APERTO	OBBLIGAZIONARIO	1.568.365
CREDIT AGRICOLE VITA	APERTO	OBBLIGAZIONARIO	103.747
CREDEM VITA	APERTO	AZIONARIO	5.214.040
SECONDA PENSIONE - AMUNDI	APERTO	AZIONARIO	10.402.658
ALLIANZ PREVIDENZA	APERTO	OBBLIGAZIONARIO	512.169
		TOTALE	32.141.267,00

partecipazioni dirette dei principali fondi pensione aperti e negoziali nella società Enel

fonte: rielaborazione personale su dati di bilancio a fine 2021 dei fondi pensione

Da segnalare inoltre come, ad eccezione di una partecipazione obbligazionaria di 1.147 milioni di euro del fondo negoziale Solidarietà Veneto, non vi siano investimenti nella major del settore del tabacco Philipp Morris, nella quale è invece molto ricorrente trovare ampie partecipazioni nei portafogli dei principali fondi pensione esteri.

4.4 Integrazione dei criteri ESG nella previdenza complementare internazionale

Se l'analisi sugli investimenti che integrano fattori ESG si estende a livello internazionale emergono differenze circa l'impegno dei fondi pensione negli investimenti rispettosi di tali fattori. Come detto vi sono anzitutto differenze dettate dalle normative nazionali circa la trasparenza informativa sui titoli detenuti in portafoglio dai fondi pensione, già questa considerabile una buona pratica sotto un'ottica ESG in quanto permette agli investitori di assumere decisioni con

maggiore consapevolezza, ma differenze dettate dalle normative ci sono anche riguardo le azioni che i fondi pensione adottano per salvaguardare il clima e l'ambiente; una ricerca del 2018 di Asset Owners Disclosure Project (A.O.D.P.) ha evidenziato infatti che ben il 60% di quelli che in quell'anno erano i primi 100 fondi pensione al mondo per patrimonio gestito ometteva di divulgare informazioni sulle loro azioni pro-clima con il risultato di avere un approccio al cambiamento climatico insufficiente e solo il 10% di questi fondi dichiarava di avere una politica di investimenti mirata ad allinearsi con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Tra le altre cifre emerse da questa ricerca, circa 10 trilioni di dollari di attività gestite dai fondi pensione non sono state sottoposte a valutazioni in ottica ESG e solo il 15% di questi fondi ha attuato politiche di disinvestimento dal settore del carbone e riguardo a tale settore solo il 24% dei fondi analizzati quantifica ed ha una disclosure circa i propri investimenti "low-carbon", la percentuale media di questi investimenti è del 3,8% se si analizzano solo i fondi pensione che pubblicano report a riguardo, se si analizzano tutti e 100 i fondi pensione questa percentuale già bassa scende all'1%. Nello specifico le classi di investimento low-carbon su cui vengono investite più risorse sono il settore dell'energia rinnovabile ed i green bond. A riguardo la ricerca tra le altre cose suggerisce il portale "Coalexit" come punto di riferimento per il disinvestimento da quelle società che hanno l'attività prevalente nel settore del carbone. La ricerca ha dato una valutazione ai singoli fondi esaminando i loro approcci alle politiche ESG dove "AAA" rappresentava il

punteggio massimo ottenibile, mentre “X” era la valutazione data a quei fondi che non diffondevano informazioni sui loro approcci ai fattori ESG. I fondi che hanno ottenuto i punteggi migliori sono soprattutto i fondi nord-europei, su tutti i fondi di Svezia ed Olanda che sono quelli maggiormente presenti nella fascia valutativa AAA – B con 5 fondi a testa, gli unici 2 fondi ad aver ottenuto il punteggio massimo AAA sono il fondo svedese AP4 e quello francese F.R.R.; i fondi pensione del Regno Unito non sembrano seguire questa tendenza positiva degli altri paesi nord-europei dato che non hanno alcun fondo che abbia ottenuto una valutazione dalla B in su. Tra gli altri fondi pensione europei ad aver ottenuto valutazioni ottime ci sono il fondo olandese A.B.P. con valutazione AA, i fondi finlandesi Ilmarinen e Varma con valutazione A, il Fondo pensione governativo norvegese ed il fondo svedese AP3 anch’essi con A. Sempre il fondo olandese A.B.P. risulta essere il primo anche nell’ultima classifica stilata nel 2018 da V.B.D.O. (Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling), un’associazione olandese no-profit che mira alla sostenibilità dei mercati finanziari e che classifica periodicamente i primi 50 fondi pensione olandesi sulla base di come formulino, implementino e rendono pubblico il loro approccio agli investimenti sostenibili; al secondo ed al terzo posto della classifica si piazzano poi rispettivamente il fondo Bouwnij ed il fondo P.F.Z.W.



obiettivi ed investimenti sostenibili del fondo olandese A.B.P.

fonte: ABP – Annual report 2021

Riguardo i fondi pensione degli Stati Uniti ben 23 fondi hanno ottenuto la valutazione “X” vista la mancanza di diffusione di informazioni circa i loro approcci ESG caratterizzandosi quindi come un Paese in cui manca trasparenza, vi sono poi differenze regionali anche all’interno degli stessi Stati Uniti dove infatti gli stati di New York e della California hanno performance migliori, la California ha infatti 3 fondi pensione (CalPERS, CalSTRS ed il fondo University of California Retirement System) tra le valutazioni BBB e CC mentre New York ha il fondo New York State Common Retirement Fund con valutazione AA, il fondo United Nations Joint Staff con valutazione A ed il fondo New York City Employees Retirement System con valutazione CC, mentre 1 fondo ottiene la valutazione “X”. Nel complesso la valutazione degli Stati Uniti è deludente dato che, posto che circa la

metà dei primi 100 fondi pensione analizzati sono statunitensi, ad eccezione di quelli citati sopra, gli altri mancano di diffondere informazioni circa i loro approcci ESG (23 fondi pensione) oppure hanno un'informativa ritenuta insufficiente.

Uno degli ultimi lavori del gruppo di ricerca Think-thank di Influence Map ha preso in considerazione 25 fondi pensione europei, prevalentemente nord-europei e 10 associazioni nazionali che li rappresentano, a queste due categorie si aggiunge il raggruppamento dei fondi pensione PensionsEurope. La ricerca ha sostanzialmente confermato come alcuni dei più grandi fondi pensione prendano seriamente la minaccia del cambiamento climatico, altri non hanno invece una politica giudicata sufficiente sotto un'ottica ESG. I fondi che spiccano tra quelli analizzati sono il Norges Bank Investment Management, il fondo olandese P.M.T. ed i fondi pensione del Regno Unito U.S.S. e B.T.P.S., questi assieme all'associazione con sede a Londra "Pensions and Lifetime Saving Association" (P.L.S.A.) hanno ottenuto i punteggi migliori tra i partecipanti alla ricerca, anche se nessuno di questi ha ottenuto il punteggio massimo, con P.M.T. che risulta essere il fondo con la valutazione più alta (B+). I fondi ed associazioni che hanno invece ottenuto la valutazione più bassa sono stati categorizzati come "fondi non classificabili" e tra questi è presente l'associazione italiana Mefop, unica rappresentante dell'Italia in questa ricerca; il commento all'associazione controllata dal ministero dell'Economia e delle Finanze è stato che "non sembra essersi impegnata in modo significativo nelle politiche di finanza sostenibile". La valutazione di Influence Map

è fatta su una duplice ottica; la prima si è basata sul coinvolgimento del fondo / associazione nella discussione delle politiche delle politiche climatiche esaminando il sito web di tali investitori istituzionali, i loro canali social, le dichiarazioni dei loro rappresentanti ed esprimendo poi un voto in percentuale; ma un elevato coinvolgimento non per forza si traduce in un voto positivo: la seconda valutazione è infatti basata sull'allineamento favorevole o contrario a tali politiche. Per i cinque fondi che hanno ottenuto un voto positivo la ricerca ha concluso che seppure il loro coinvolgimento complessivo sia basso l'impegno in una maggiore sostenibilità è stato positivo, al contrario le associazioni A.B.A. e Pension Plus mostrano un coinvolgimento elevato ma sulla pratica non pongono in essere azioni positive e di fatti sono le associazioni con il punteggio peggiore; le 2 associazioni fanno parte del gruppo PensionsEurope che è stato valutato separatamente dagli altri partecipanti, ottenendo una valutazione insufficiente; il motivo è l'essersi opposto all'obbligatorietà delle norme sulla finanza sostenibile ed alle regolamentazioni di sostenibilità dell'UE riguardanti l'ampliamento della tassonomia per includere le attività dannose all'ambiente. Tale posizione di PensionsEurope non è da escludere che derivi dal fatto che all'interno del raggruppamento PensionsEurope vi siano fondi pensione rappresentanti aziende "inquinanti" che possono avere voce in capitolo circa determinate prese di posizione dei fondi pensione delle associazioni; la ricerca ha di fatti dato valutazioni negative anche a quei fondi pensione ed associazioni che all'interno del proprio management hanno figure di quelle società

provenienti dall'ambiente industriale, le stesse A.B.A. e Pension Plus sono esempi di ciò: A.B.A. ha all'interno del proprio CdA dirigenti di B.A.S.F., Bayer, Bosch e Volkswagen, mentre l'associazione belga Pension Plus ha all'interno del proprio management figure di Exxon Mobile, Unilever e Nokia e tra i fondi pensione al suo interno vi è quello dei dipendenti della società Shell.

Le buone prassi per quei fondi che investono considerando i criteri ESG sono l'esclusione dei titoli più controversi, i piani di riduzione dell'impatto ambientale e come detto le strategie di engagement e la massima trasparenza sui loro portafogli titoli.

AP4 does not invest in:

<p> Nuclear weapons Kärnvapen räknas som Nuclear weapons are classified as weapons of mass destruction, i.e., their use would bear a heavy toll on civilians. The Nuclear Non-Proliferation Treaty, signed in 1968, permits five nations to have nuclear weapons, while biological and chemical weapons are banned by UN conventions. At the same time, the five nations have committed themselves to reducing their nuclear arsenals and, over the long term, to entirely eliminating them. In the meantime, the five countries continue to update and modernise their nuclear weapons programmes. AP4 is of the opinion that this goes against the intention of the Non-Proliferation Treaty and decided in 2018 to not invest in companies with these types of operations.</p>	<p> Tobacco and cannabis AP4 believes that stronger regulation of the tobacco industry is having a negative impact on tobacco companies' future stock market valuations. The decision was therefore made in 2016 to not invest in tobacco companies. Based on its mission to invest in an exemplary way, AP4 believes that an exemplary interpretation of the WHO Framework Convention on Tobacco Control, which seeks to sharply reduce tobacco consumption, supports AP4's decision to not have ownership in tobacco companies. In addition to this and based on the UN's conventions on narcotic preparations, the Council on Ethics of the AP Funds has recommended that the AP Funds not have ownership in companies active in cannabis. However, this decision, which was made in 2018, does not cover companies that develop or sell cannabis products for medical or scientific purposes.</p>	<p> Fossil-based companies – coal and oil sand AP4 does not invest in companies for which thermal coal (coal used for e.g. power generation) or oil sand account for more than 20% of revenue. Both thermal coal and oil sand are energy sources with high CO2 intensity per energy unit. AP4 is of the opinion that these sources, in line with what is stipulated in the UN's Climate Convention and the Paris Agreement, must be phased out as soon as possible as part of the global climate transition. AP4's holdings in such companies were sold in 2018. In 2020 AP4 divested its holdings in energy companies in the global equity portfolio whose plans and goals are considered to be not aligned with the Paris Agreement. In addition, AP4 applies low-carbon strategies for global equities, entailing that AP4 is reducing its holdings in the companies in each sector that have high CO2 intensity in their operations.</p>	<p> Cluster munitions and mines According to the UN's Mine Ban Treaty and the Convention on Cluster Munitions, nations that have signed and ratified these treaties shall cease to produce, conduct trade in or use these types of weapons. The Council on Ethics has recommended that the AP Funds not have ownership in companies with operations in this area, and in 2008 AP4 divested any such companies from its portfolio.</p>	<p> Company-specific exclusions AP1-AP4 collaborate through the Council on Ethics of the AP Funds. In the event it is confirmed that an individual company is in violation of an international convention, the Council on Ethics may choose to engage in a dialogue with the company to bring about an improvement. If such a dialogue proves to be unfruitful, the Council on Ethics recommends excluding such company the AP Funds' investment portfolios. Based on recommendations from the Council on Ethics, AP4 has excluded companies that have violated conventions on health and safety, negative environmental impact, labour law, corruption and operations in occupied areas.</p>
---	---	--	---	---

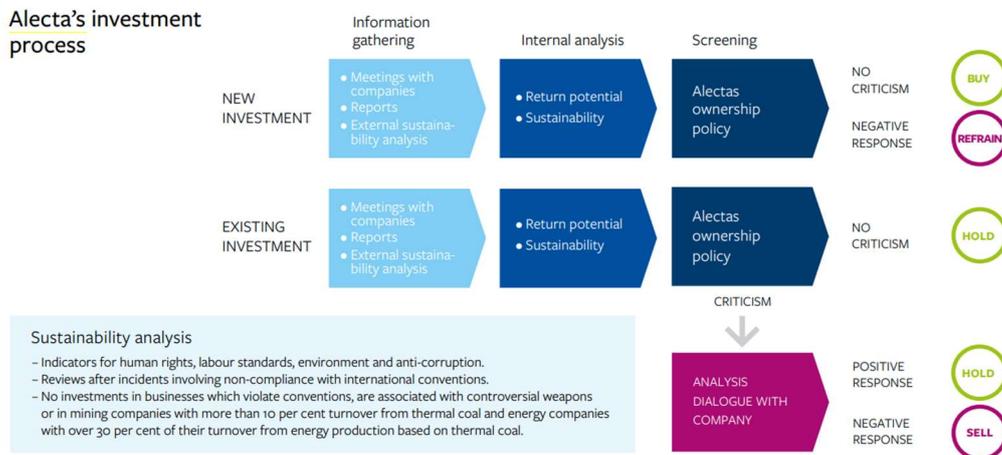
settori che il fondo pensione svedese AP4 esclude dai propri investimenti

fonte: AP4 – 2021 Annual report

I paesi nord-europei che hanno ottenuto e continuano ad ottenere ad oggi, le migliori prestazioni per l'integrazione dei criteri ESG dei loro fondi pensione sono di fatti

ad un livello avanzato dal punto di vista della trasparenza ed adozione dei criteri ESG, grazie alla annuale pubblicazione di report di sostenibilità, elenchi di imprese, settori o paesi in cui non investono, monitoraggio dell'impronta di carbonio del loro portafoglio titoli ed all'attività di engagement che svolgono.

Tra le singole iniziative più interessanti messe in atto dai fondi pensione, il fondo svedese Alecta investe solo in compagnie che aderiscono alle convenzioni internazionali firmate dalla Svezia in materia di ambiente, diritti umani e lotta alla corruzione, Alecta investe inoltre in un numero limitato di società così da poter incontrare con continuità il management delle società partecipate ed è inoltre uno dei fondi pensione fondatori della Net Zero Asset Owners Alliance, iniziativa che punta ad allineare i propri investimenti con le raccomandazioni elaborate nella COP di Parigi ed avere un portafoglio carbon-neutral entro il 2050. Alecta è inoltre parte del gruppo di investitori Climate Action 100+, un'organizzazione, tra le più grandi iniziative di finanza sostenibile, focalizzata sul dialogo con compagnie "chiave" verso le emissioni zero, e tra queste figurano anche le italiane Eni ed Enel, all'iniziativa fanno parte anche altri principali fondi pensione nord-europei più grandi tra cui P.M.T., A.T.P., U.S.S. e Varma.



il processo di selezione titoli del fondo pensione svedese Alecta

fonte: Alecta – Annual and Sustainability report 2019

Sempre in Svezia il secondo fondo pensione più grande AP7 investe una quota del proprio patrimonio in compagnie che offrono soluzioni al problema della scarsità delle risorse idriche, del cambiamento climatico e dei danni all'ambiente e focalizza gli investimenti in aziende non quotate sui settori "clean tech" ossia di tecnologia applicata all'ambiente, il fondo ha inoltre reso pubblica una lista di aziende²⁹ in cui non investe od ha disinvestito in quanto non conformi ai suoi obiettivi di sostenibilità.

L'altro fondo svedese AP2 appartenente allo stesso gruppo, ha dichiarato a fine 2020 che disinvestirà da 250 aziende al fine di allinearsi con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi in modo da allontanarsi da quelle società che generano la

²⁹ <https://www.ap7.se/app/uploads/2022/12/ap7-svarta-lista-december-2022.pdf>

maggior parte ricavi dal settore del fossile. Lo stesso fondo non investirà più in società che generino più dell'1% del proprio fatturato dal carbone, più del 10% dal petrolio e più del 50% dal gas, e non investirà nemmeno più in società dei trasporti pubblici che generino più del 50% dei ricavi dai combustibili fossili.

Il fondo olandese A.B.P. ha completamente disinvestito nel 2018 dal settore del tabacco e del nucleare per un totale di 4 miliardi di euro, lo stesso fondo punta ad arrivare a 58 miliardi di euro di investimenti compatibili con gli SDGs dell'ONU. A.B.P. e un altro fondo olandese P.M.E. hanno disinvestito nel 2021 da tutte le società petrolifere “up-stream e mid-stream”, focalizzandosi invece sulle compagnie “down-stream”. Sempre nei Paesi Bassi il fondo P.F.Z.W. disinveste da quelle società che non hanno obiettivi di riduzione delle emissioni nel 2022 e da quelle società del settore dei combustibili fossili che non siano allineate con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, per un totale di 4.5 miliardi di euro disinvestiti nel 2021 da 78 aziende³⁰. Lo stesso approccio è stato adottato dal fondo finlandese Varma che ha tagliato gli investimenti nel settore del fossile spostando in totale risorse pari a 1.5 miliardi di euro in investimenti che fossero allineati con gli Accordi di Parigi³¹.

³⁰ <https://www.responsible-investor.com/pfzw-to-divest-fossil-fuel-companies-unless-they-align-with-paris-agreement/>

³¹ <https://www.responsible-investor.com/varma-tightens-up-coal-policy-switches-e1-5bn-to-paris-aligned-benchmark-etfs/>

Sul fronte trasparenza tra i fondi pensione più grandi per patrimonio gestito rilevanti sono i casi dei fondi statunitensi New York State Common Retirement Fund, New York State Teachers' Retirement System, State of Wisconsin Investment Board, Teachers Insurance and Annuity Association of America (T.I.A.A.), CalSTRS e dei fondi pensione europei P.F.Z.W., Bouwnij e P.M.T. (Olanda), Fonds de réserve pour les retraites (F.R.R., Francia), AP Fonden 4 (Svezia) ed il Fondo norvegese Norges Bank Investment Management che pubblicano per intero la composizione del loro portafoglio con la lista di tutti i loro investimenti.

Un altro Paese assieme agli Stati Uniti con scarse performance nell'applicazione dei criteri ESG, per certi versi simili all'Italia, è la Germania i cui fondi pensione, associazioni pensionistiche e casse di previdenza mostrano un ritardo significativo nell'adozione dei criteri ESG e nelle strategie di engagement con le imprese partecipate. La maggior parte dei fondi pensione e casse di previdenza hanno un'assoluta mancanza di trasparenza, per citare un esempio il fondo pensione tedesco E.ON. dei dipendenti dell'omonima società, non rende noto nemmeno il numero degli aderenti né il patrimonio che ha in gestione; inoltre le politiche di sostenibilità adottate dai piani pensionistici tedeschi sembrano sporadiche e spesso condizionate dalle aziende di cui le casse od i fondi sono espressione, cioè limitandosi ad adottare gli stessi criteri che l'azienda impiega. Eccezioni all'esempio tedesco sono il fondo pensione Deutsche Telekom, fondo pensione dei dipendenti dello stesso colosso tedesco, che seleziona i titoli seguendo le strategie

best-in-class e conduce attività di engagement con le aziende partecipate sulla base degli SDGs dell'ONU, oltre che ad escludere aziende che operano nel settore delle armi o che abbiano violato i principi dell'UN Global Compact; mentre la cassa di previdenza dei medici Berlin Ärzteversorgung ha nel 2016 disinvestito dalle società che aveva in portafoglio che generavano più del 25% del proprio fatturato dalla produzione energetica del carbone.

Nella tabella di seguito riportata si è utilizzato di nuovo il portale Coalexit per analizzare quali tra i più importanti fondi pensione al Mondo avessero le maggiori esposizioni al settore del carbone.

FONDO PENSIONE	NAZIONE	PATRIMONIO GESTITO (IN MILIARDI DI DOLLARI)	ASSET DEL SETTORE DEL CARBONE (IN MILIONI DI DOLLARI)	% ASSET CARBONE SUL TOTALE DEGLI ASSET
CAL.P.E.R.S.	U.S.A.	\$ 439 MLD	\$ 6164 MLN	1,40%
CAL.S.T.R.S.	U.S.A.	\$ 302 MLD	\$ 2573 MLN	0,85%
NEW YORK STATE COMMON RETIREMENT FUND	U.S.A.	\$ 272 MLD	\$ 1378 MLN	0,51%
NEW YORK STATE TEACHERS' RETIREMENT SYSTEM	U.S.A.	\$ 132 MLD	\$ 1336 MLN	1,01%
T.I.A.A.	U.S.A.	\$ 1061 MLD	\$ 14339 MLN	1,35%
TEACHER RETIREMENT SYSTEM OF TEXAS	U.S.A.	\$ 184 MLD	\$ 317 MLN	0,17%
STATE OF WISCONSIN INVESTMENT BOARD	U.S.A.	\$ 147 MLD	\$ 573 MLN	0,39%
VIRGINIA RETIREMENT SYSTEM	U.S.A.	\$ 101 MLD	\$ 203 MLN	0,20%
FLORIDA STATE BOARD OF ADMINISTRATION	U.S.A.	\$ 228 MLD	\$ 1396 MLN	0,61%
P.F.Z.W.	PAESI BASSI	\$ 226 MLD	\$ 1032 MLN	0,46%
P.M.T.	PAESI BASSI	\$ 115 MLD	\$ 1365 MLN	1,19%
A.B.P.	PAESI BASSI	\$ 551 MLD	\$ 5377 MLN	0,97%
ALECTA	SVEZIA	\$ 136 MLD	\$ 697 MLN	0,51%
A.M.F.	SVEZIA	\$ 94 MLD	\$ 118 MLN	0,12%
AP FONDEN 1	SVEZIA	\$ 52 MLD	\$ 155 MLN	0,30%
AP FONDEN 2	SVEZIA	\$ 49 MLD	\$ 169 MLN	0,34%
AP FONDEN 3	SVEZIA	\$ 56 MLD	\$ 219 MLN	0,39%
AP FONDEN 4	SVEZIA	\$ 58 MLD	\$ 215 MLN	0,37%
AP FONDEN 7	SVEZIA	\$ 107 MLD	\$ 1078 MLN	1,01%
YARMA	FINALNDIA	\$ 67 MLD	\$ 343 MLN	0,51%
ILMARINEN MUTUAL PENSION	FINALNDIA	\$ 70 MLD	\$ 437 MLN	0,62%
P.F.A.	DANIMARCA	\$ 99 MLD	\$ 588 MLN	0,06%
GOVERNEMENT PENSION FUND GLOBAL	NORVEGIA	\$ 1261 MLD	\$ 14170 MLN	1,12%
GOVERNEMENT PENSION INVESTMENT FUND	GIAPPONE	\$ 1708 MLD	\$ 28040 MLN	1,64%
PENSION FUND ASSOCIATION FOR LOCAL GOVERNMENT OFFICIALS	GIAPPONE	\$ 120 MLD	\$ 3882 MLN	3,23%
CHINA INVESTMENT CORPORATION	CINA	\$ 1350 MLD	\$ 153 MLN	0,01%

esposizioni a fine 2021 alle società presenti nella lista di Coalexit dei principali fondi pensione per patrimonio gestito

fonte: rielaborazione personale

La tabella sembra confermare la generale minore esposizione a tali attività dei fondi pensione nord-europei, dal database di Coalexit è di fatti emerso che il fondo Alecta ha una sola compagnia, la società australiana BHP Group delle società presenti nella lista del portale, stesso discorso per il fondo pensione finlandese Varma che ha in portafoglio la sola compagnia finlandese Fortum OYJ tra quelle appartenenti al settore del carbone; altri esempi sono il fondo svedese A.M.F. ed il fondo finlandese Ilmarinen che hanno rispettivamente 5 e 6 aziende presenti nella lista di Coalexit e tra queste è presente anche l'italiana Enel. L'esposizione più grande in relazione al patrimonio gestito arriva dal Fondo pensione pubblico giapponese per i dipendenti degli enti governativi nazionali e locali che ha un 3,23% di rapporto tra asset gestiti del settore del carbone e patrimonio gestito. Per alcune di queste aziende e di altre aziende appartenenti ai settori più a rischio sotto un'ottica ESG la partecipazione dei fondi pensione costituisce una quota significativa della loro capitalizzazione e questo fa capire quanto possa essere importante la pratica dell'engagement in questi casi. L'esposizione verso questi settori sta comunque calando col passare degli anni, una dimostrazione è il peso del settore del fossile nel mercato azionario dove nel 1980 rappresentava il 29% dello Standard & Poor's 500 mentre ad oggi il 4,5%, quando nel 2020 era addirittura calato al 2%³². Una pubblicazione del 2021 di un

³² <https://www.visualcapitalist.com/complete-breakdown-of-sp-500-companies/>

gruppo di ricercatori svizzeri mostrava che i primi fondi pensione per disinvestimento dal settore del fossile sono il Fondo pensione governativo norvegese ed il fondo olandese P.F.Z.W., con il primo che ha disinvestimenti rispetto al secondo 4 volte superiori, mentre l'Italia da questa ricerca risulta sotto la media europea per disinvestimenti dal settore fossile (Egli F., Scharer D., Steffen B., 2021)

Il mercato dei fondi pensione degli Stati Uniti è il più grande al mondo per portata ed a partire dal 2020 i dati della US SIF Foundation hanno mostrato che i fondi pensione statunitensi gestiscono 6.2 trilioni di dollari di attività secondo i criteri ESG (Sustainable Investment Forum – US SIF, 2020), ma per quanto riguarda gli investimenti sostenibili è come visto indietro rispetto al mercato europeo. I risultati non propriamente ottimi riscontrati dai fondi pensione degli Stati Uniti nell'applicazione dei criteri ESG nei loro investimenti sono dovuti anche all'incertezza normativa che vi è attorno all'integrazione di tali criteri negli ultimi anni in cui vi sono stati notevoli cambiamenti con il passaggio dal governo Trump al governo Biden. Durante l'amministrazione Trump nel 2020 entrò in vigore una norma che stabiliva che i fondi pensione dovessero basare la costruzione del loro portafoglio solo sulla base di criteri finanziari, ciò non andava a vietare l'adozione dei criteri legati alla finanza sostenibile ma senza dubbio ne andava a frenare la

diffusione. La proposta lanciata nell'ottobre del 2021³³ dal governo Biden prevede lo specifico dovere dei fondi pensione di prendere in considerazione i fattori ESG, con l'obiettivo di far sì che l'adesione a piani pensionistici che basino la loro attività su considerazioni ESG non sia più solo un'alternativa di investimento ma un'opzione di default. Nel maggio del 2021 è stato inoltre presentato un disegno di legge in cui si proponeva che i criteri ESG potessero essere presi in considerazione anche nei piani pensionistici governati dall'ERISA (una legge federale del '74 che stabiliva gli standard minimi per la maggior parte dei piani pensionistici e sanitari e che regola il modo in cui i datori di lavoro forniscono piani di benefit ai dipendenti). L'amministrazione Biden ha poi lavorato sul fronte trasparenza dei fondi pensione riguardo la diffusione di come questi adottino politiche di investimento sostenibili, che è un versante in cui i fondi statunitensi dovrebbero migliorare, specie se confrontati con i fondi pensione europei come si è visto dalla ricerca A.O.D.P. ad inizio paragrafo; nel marzo 2021 la SEC rilasciò una richiesta di informativa obbligatoria sul rischio climatico e sulle diffusioni delle politiche ESG; a maggio del 2021 venne poi emesso un ordine esecutivo anch'esso mirato a promuovere la divulgazione dei criteri ESG da parte dei piani pensionistici da parte dell'ERISA e del Federal Thrift Retirement Plan (il piano pensionistico più grande degli Stati Uniti) ed allo stesso tempo ad accelerarne l'adozione da parte

³³ <https://www.federalregister.gov/documents/2021/10/14/2021-22263/prudence-and-loyalty-in-selecting-plan-investments-and-exercising-shareholder-rights>

degli stessi. Le iniziative adottate dai singoli fondi pensione sono influenzate dal loro Stato di appartenenza e dall'ideologia politica che prevale storicamente in quel territorio. Il fondo pubblico Texas Teachers' Retirement System, il sesto fondo pensione più grande degli Stati Uniti, in risposta alle nuove regole statali ha annunciato di non voler più fare affari con gestori che "boicottano" il settore petrolifero e del gas e disinvestito di conseguenza da 10 compagnie, tutte compagnie finanziarie nord-europee quali BNP Paribas, Credit Suisse Group, le banche svedesi Svenska Handelsbanken AB e Swedbank AB³⁴, accusate di ampi disinvestimenti dal settore "oil & gas", settore centrale nell'industria texana; inoltre 11 grandi banche texane hanno dichiarato di voler sospendere l'adozione del termine ESG al fine di non inimicarsi i politici repubblicani, ma simili iniziative controcorrente stanno prendendo piede anche in altri stati repubblicani, secondo un rapporto della Harvard University sono 7 gli stati americani che stanno implementando leggi che vietino ai fondi statali di investire risorse pubbliche seguendo criteri ESG; mentre in altri 8 stati sono in corso normative che vadano ad intralciare le collaborazioni con quelle banche ed altre compagnie che attuino quel boicottaggio al settore petrolifero e del gas. Anche nello stato dell'Indiana alla fine del febbraio di quest'anno è stato approvato un disegno di legge che richiede ai due

³⁴ <https://www.texastribune.org/2023/02/07/texas-investment-funds-teacher-retirement-system-esg/#:~:text=The%20Teacher%20Retirement%20System%20of%20Texas%20has%20divested%20part%20of,the%20oil%20and%20gas%20industry>

principali fondi pensione statali, l'Indiana Public Retirement System e l'Indiana State Police Pension Trust di disinvestire da qualsiasi fondo ESG e di cessare i rapporti con quelle compagnie che disinvestono dai settori energetici³⁵. Ma ci sono fondi pensione statunitensi che al contrario seguono l'approccio ESG che si sta imponendo a livello mondiale, nel dicembre 2020 il fondo statale newyorkese New York State Common Retirement Fund ha dichiarato di aver fissato al 2040 l'obiettivo per le zero emissioni di gas serra, dichiarando che l'enorme mole di risorse che gestisce potrebbe accelerare il disinvestimento dalle compagnie del fossile, del petrolio e del gas³⁶. Lo stesso fondo newyorkese, assieme al fondo californiano CalSTRS, sono due fondi pensione firmatari dell'iniziativa "Freedom to Invest" lanciata nel marzo di quest'anno dalla rete di investitori Ceres, un'organizzazione no-profit impegnata nella sostenibilità del sistema finanziario, la stessa Ceres fa poi parte del gruppo Climate Action 100+.

³⁵ <https://www.nbcnews.com/science/environment/esg-investing-gop-pushback-rcna76069>

³⁶ <https://pensionresearchcouncil.wharton.upenn.edu/blog/how-environmental-social-and-governance-esg-criteria-have-evolved-for-pension-investors/>

Conclusioni

Il confronto internazionale ha fatto emergere da un lato come non vi siano grosse differenze, salvo rare eccezioni, nella gestione finanziaria delle risorse che i fondi pensione gestiscono, dall'altro lato però si è visto come vi siano grosse differenze tra le varie nazioni sul grado di sviluppo della previdenza complementare dei singoli paesi e sull'applicazione dei criteri di sostenibilità da parte dei fondi pensione.

Nel nostro Paese come emerge dai dati della COVIP la previdenza complementare è in lenta crescita ma ad un livello non ancora sufficiente se si osservano le prospettive della previdenza pubblica e soprattutto la centralità delle forme pensionistiche complementari negli altri stati. Dal confronto internazionale infatti l'Italia non esce molto bene, sia in termini di adesioni ai fondi pensione e quindi di portata delle risorse gestite dagli stessi e sia perché ha una scarsa trasparenza sui propri investimenti e perché ha delle strategie ESG ancora elementari e poco diffuse.

Sul tema della trasparenza il confronto sulla gestione finanziaria dei fondi pensione è stato approssimativo in quanto non tutti i fondi pensione rendono pubblica e/o completa la lista dei loro investimenti; le differenze nelle normative nazionali fanno sì che vi siano altrettante differenze nella trasparenza dei fondi pensione riguardo i

titoli da essi detenuti in portafoglio, ma anche riguardo l'esplicita richiesta di adottare determinati criteri ESG o pubblicare tali parametri (ad esempio l'impronta di carbonio o l'emissione di CO₂).

Sono quindi gli interventi normativi la fonte dalla quale l'adesione ai fondi pensione e l'approccio sostenibile agli investimenti da parte loro possono crescere; si è visto come in questo senso l'Europa sia il fulcro a livello mondiale delle iniziative normative che favoriscono lo sviluppo della finanza sostenibile e l'adozione dei criteri correlati da parte dei fondi pensione, mentre negli Stati Uniti si è visto nell'ultimo paragrafo come l'applicazione dei criteri ESG nel mondo della finanza sia frenata a causa della frammentazione politica regionale che è presente nel territorio statunitense e di come in alcuni si faccia addirittura muro alla diffusione dell'applicazione dei criteri ESG al fine di salvaguardare i settori industriali che sono ancora al centro dell'economia di certi stati americani; ciò rappresenta una grossa mancanza in quanto i fondi pensione statunitensi con l'enorme massa di risorse che gestiscono potrebbero dare un'accelerata fondamentale alla diffusione degli investimenti sostenibili.

In Italia normative che incoraggiano l'adesione ai fondi pensione e diano vantaggi fiscali agli aderenti non mancano di certo, è quindi tuttavia la scarsa alfabetizzazione finanziaria dei cittadini italiani che frena lo sviluppo dei fondi pensione.

Dal confronto internazionale è inoltre emerso come non vi siano società italiane che

all'infuori dei confini nazionali siano così diffuse tra i portafogli dei fondi pensione esteri, le eccezioni sono rappresentate dalle società Enel ed Eni verso le quali si possono trovare consistenti partecipazioni anche da grandi investitori non italiani, ma non è da escludere che appartenendo al settore energetico tali 2 società possono vedere una riduzione nella loro presenza tra i mercati data la maggiore considerazione dell'impatto ambientale negli investimenti.

Bibliografia

A.B.P. (2023) – Annual Report 2022

Alecta (2023) - Annual and Sustainability Report 2022

Allianz Previdenza Fondo Pensione aperto a contribuzione definita (2023) – Relazione sulla gestione e rendiconto 2022

Amundi SecondaPensione Fondo Pensione aperto a contribuzione definita (2022) – Rendiconto dell'esercizio al 30 dicembre 2021

AP Fonden 4 (2022) - Annual Report 2021

AP Fonden 7 (2022) - Annual Report 2021

Arca Previdenza Fondo Pensione Aperto (2023) – Rendiconto al 30.12.2022

Asset Owners Disclosure Project (A.O.D.P., 2018) - Pensions in a changing climate

Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici – ANIA (2021) – La previdenza complementare e il valore della garanzia

BCC Risparmio & Previdenza (2023) – Rendiconto al 30 dicembre 2022

B.T.P.S. (2023) – Annual Report and Accounts 2022

CalPERS (2022) - 2021-22 Annual Comprehensive Financial Report

CalSTRS (2022) – Annual Comprehensive Financial Report

Cavallito M., Meggiolaro M. (2018) - L'esposizione al settore fossile dei principali fondi pensione negoziali e casse di previdenza italiani – Notizie di finanza etica ed economia sostenibile

Cavallito M., Meggiolaro M. (2020) - Buone prassi nella gestione di fondi pensione in base a criteri ESG in alcuni Paesi europei (Paesi Bassi, Svezia, Danimarca, Francia e Germania) – Notizie di finanza etica ed economia sostenibile

China Investment Corporation (2022) – 2021 Annual Report

CREDEMVITA S.p.A. (2022) - RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA GESTIONE DEL FONDO PENSIONE CREDEMPREVIDENZA FONDO PENSIONE APERTO AL 31 DICEMBRE 2021

Cometa (2023) – BILANCIO 31 DICEMBRE 2022

COVIP – COMMISSIONE DI VIGILANZA SUI FONDI PENSIONE (2022) - L'evoluzione del sistema pensionistico in Italia

COVIP – COMMISSIONE DI VIGILANZA SUI FONDI PENSIONE (2022) – Relazione per l'anno 2021

COVIP – COMMISSIONE DI VIGILANZA SUI FONDI PENSIONE (2023) – Relazione per l'anno 2022

Dutch Association of Investors for Sustainable Development (VBDO), (2019) - Benchmark Responsible Investment by Pension Funds in the Netherlands 2019- Making the right impact

Egli F., Scharer D., Steffen B. (2022) - Determinants of fossil fuel divestment in European pension funds – Ecological Economics – Volume 191, pag. 1-17

ENPAM (2022) – BILANCIO CONSUNTIVO DELL'ESERCIZIO 2021

EUROFER (2023) – BILANCIO D’ESERCIZIO 2022

Eurosif - The European Sustainable Investment Forum (2022) - EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose - Eurosif Policy Recommendations for Article 8 & 9 product labels - <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/06/Eurosif-Report-June-22-SFDR-Policy-Recommendations.pdf>

Fon.Te (2022) - Bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2021

FLORIDA STATE BOARD OF ADMINISTRATION (2022) – Annual Investment Report

Fonchim (2023) - BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2022

Fondenergia (2023) – Bilancio 2022

Fondo Byblos Pensione (2022) – Bilancio 2021

Fondo Pensione Aperto Crédit Agricole Vita (2023) – Rendiconto al 31 dicembre 2022

Fondo Pensione ARCO (2022) - BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2021

Fondo Pensione Astri (2023) – RELAZIONE E BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2022

Fondo Pensione Fideuram – Fondo Pensione Aperto (2022) - Relazione sulla gestione e rendiconto dell’esercizio 2021

Fondo Perseo Sirio (2022) - BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2021

Fondo Poste (2022) – BILANCIO 31 DICEMBRE 2021

Fondo Telemaco (2022) – Bilancio al 31.12.2021

Fonds De Reserve Pour Les Retraites (2022) – FRR PORTFOLIO COMPOSITION as of December 31, 2022

FOPEN (2022) – Bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2021

Forum per la Finanza Sostenibile (2021) - Gli investimenti sostenibili in Italia – Tendenze e prospettive di mercato - <https://finanzasostenibile.it/attivita/panoramica-investimenti-sostenibili-italia/>

Forum per la Finanza Sostenibile (2022) - Le politiche di investimento sostenibile degli investitori previdenziali italiani – ottava edizione - <https://finanzasostenibile.it/attivita/ricerca-piani-previdenziali-italiani-2022/>

Global Sustainable Investment Alliance (2020) - Global Sustainable Investment Review 2020

Government Pension Investment Fund, Japan (2022) – ANNUAL REPORT FISCAL YEAR 2021

HDI Assicurazioni – Azione di Previdenza Fondo Pensione Aperto (2023) – Bilancio 2022

Ilmarinen (2022) - Ilmarinen’s Annual and Sustainability Report 2021

Influence Map (2022) - The European Pensions Sector and Sustainable Finance Policy - How European pension funds are advocating on sustainable finance policy

Intesa San Paolo Vita – Previdsystem - Fondo pensione aperto a contribuzione definita (2022) – Relazione sulla gestione e rendiconto dell’esercizio 2021

Intesa San Paolo Vita – Giustiniano - Fondo pensione aperto a contribuzione definita (2022) – Relazione sulla gestione e rendiconto dell’esercizio 2021

Laborfonds (2022) – Bilancio 2021

Mercer, CFA Institute (2022) - Mercer CFA Institute Global Pension Index 2022

Minnesota State Board of Investment (2023) – Public Markets Asset Listing, as of June 30,2022

Morning Star (2023) - SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q1 2023 in Review

National Pension Fund, Sud Korea (2022) – Annual Report 2021

New York State Common Retirement Fund (2022) - Asset Listing as of March 31, 2022

New York State Teachers' Retirement System (2022) – Annual Comprehensive Financial Report

OECD (2021) - Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2020 - www.oecd.org/finance/survey-large-pension-funds.htm

OECD (2021) - Pensions at a Glance 2021: OECD and G20 Indicators - <https://doi.org/10.1787/ca401ebd-en>

OECD (2023) - Pension Markets in Focus 2022 - www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm.

Pension Benefit Guaranty Corporation (2023) – 2022 Annual Report

PFA Holding (2023) – Annual Report 2022

Prevedi (2022) – BILANCIO D'ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2021

PreviAmbiente (2022) - BILANCIO D'ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2021

Previdenza Cooperativa (2023) – FASCICOLO DI BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2022

Priamo (2022) – Bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2021

Rajan A. (2018) - Rocky Road for the European Union: Pension Plans' Response – Create Research

Rempel A., Gupta J. (2020) - Conflicting commitments? Examining pension funds, fossil fuel assets and climate policy in the organisation for economic co-operation and development (OECD) – Energy Research & Social Science – Volume 69, pag. 1-9

Sella SGR – Eurorisparmio Previdenza Complementare Fondo Pensione Aperto (2022) – Rendiconto al 31 dicembre 2021

Solidarietà Veneto Fondo Pensione - BILANCIO D’ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2021

State of North Carolina (2022) – Annual Comprehensive Financial Report

State of Wisconsin Investment Board (2022) – 2021 Retirement Funds Annual Report

Teacher Retirement System of the city of new York (2022) – Annual Comprehensive Financial Report

Teacher Retirement System of Texas (2022) - Annual Comprehensive Financial Report

Texas Treasury Safekeeping Trust Company (2022) – Endowment Portfolio Review

Thinking Ahead Institute (2022) - Global Pension Assets Study

Thinking Ahead Institute, Pensions & Investments (2022) - Global top 300 pension funds

T.I.A.A. (2023) – Annual Report December 31,2022

University of California (2022) – Annual Financial Report

Varma (2022) - Annual and Sustainability Report 2021

WASHINGTON STATE INVESTMENT BOARD (2022) - 41st Annual Report 2022