

V Rapporto sugli Investimenti degli Enti di Previdenza Privati



A cura del Centro Studi AdEPP

Centro Studi AdEPP

All'interno dell'Associazione degli Enti di Previdenza Privati è operativo un Centro Studi, che si occupa di effettuare ricerche e approfondimenti su temi strettamente legati alle dinamiche del mondo previdenziale privato.

L'attività di ricerca è resa possibile grazie alla continua collaborazione e disponibilità dei Presidenti e dei collaboratori dei diversi Centri Studi di tutte le Casse di Previdenza AdEPP.

Il "V Rapporto sugli Investimenti degli Enti di Previdenza Privati" è stato predisposto dal Prof. Filippo Petroni (Responsabile dei dati statistici e ricerche AdEPP), con la collaborazione della dottoressa Ottavia Trifilò, sotto la supervisione del Prof. Francesco Verbaro (Senior Advisor AdEPP) e del Presidente Walter Anedda (componente del Direttivo Adepp).

CONTATTI:

Prof. Filippo Petroni: centrostudi@adepp.info

Dott.ssa Ottavia Trifilò: o.trifilo@adepp.info

Enti Previdenziali Privati

Cassa Autonoma di Assistenza Integrativa dei Giornalisti Italiani – CASAGIT - Presidente: Dott. Daniele M. Cerrato

Cassa Forense - CF - Presidente: Avv. Nunzio Luciano

Cassa Italiana di Previdenza e Assistenza Geometri Liberi Professionisti – CIPAG - Presidente: Geom. Diego Buono

Cassa Nazionale del Notariato – CNN - Presidente: Not. Francesco Giambattista Nardone

Cassa Nazionale di Previdenza a favore dei Ragionieri e dei Periti Commerciali – CNPR - Presidente: Rag. Luigi Pagliuca

Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza a favore dei Dottori Commercialisti – CNPADC - Presidente: Dott. Walter Anedda

Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza per Ingegneri ed Architetti Liberi Professionisti – INARCASSA - Presidente: Arch. Giuseppe Santoro

Ente Nazionale di Previdenza dei Periti Industriali e dei Periti Industriali Laureati – EPPI – Presidente: Per. Ind. Valerio Bignami

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza a favore dei Biologi – ENPAB - Presidente: Dott.ssa Tiziana Stallone

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza dei Veterinari – ENPAV - Presidente: Dott. Gianni Mancuso

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza della Professione Infermieristica – ENPAPI - Luigi Baldini

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza per gli Impiegati dell'Agricoltura – ENPAIA - Presidente: Dott. Giorgio Piazza

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza per gli Psicologi – ENPAP - Presidente: Dott. Felice Torricelli

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza per i Consulenti del Lavoro – ENPACL - Presidente: Dott. Alessandro Visparelli

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza Pluricategoriale – EPAP - Presidente: Dott. Stefano Poeta

Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza dei Medici e degli Odontoiatri – ENPAM -
Presidente: Dott. Alberto Oliveti

Fondazione ENASARCO - Presidente: Dott. Gianroberto Costa

Istituto Nazionale di Previdenza dei Giornalisti Italiani – INPGI - Presidente: Dott.ssa
Marina Macelloni

Opera Nazionale per l'Assistenza agli Orfani dei Sanitari Italiani – ONAOSI - Presidente:
Dott. Serafino Zucchelli

Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza Farmacisti – ENPAF – Presidente: Dott. Emilio
Croce

INTRODUZIONE	5
1 L'EVOLUZIONE DEL PATRIMONIO.....	7
1.1 IL PATRIMONIO COMPLESSIVO	7
1.2 L'ASSET ALLOCATION	8
1.3 EVOLUZIONE DELL'ASSET ALLOCATION DAL 2013 AL 2019.....	9
2 GLI INVESTIMENTI IN IMMOBILI	13
3 INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI.....	16
4 INVESTIMENTI IN AZIONI	18
5 PASSAGGIO DA GESTIONE DIRETTA A GESTIONE INDIRETTA E FONDI COMUNI	20
6 INVESTIMENTI IN ITALIA.....	23
7 INVESTIMENTI ESG	25
8 LE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI TASSAZIONE SUGLI INVESTIMENTI	27
8.1 IL CREDITO D'IMPOSTA	28
8.2 LA "DOPPIA TASSAZIONE": REGIME FISCALE ETT	29
8.3 IRES	30
8.4 INVESTIMENTI "QUALIFICATI"	31
8.5 PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO - PIR	33

Introduzione

Nel presente rapporto verrà analizzato il Patrimonio degli Enti Previdenziali Privati inteso come il valore degli attivi posti a copertura degli impegni previdenziali di ogni singolo Ente. La sua importanza è cruciale ai fini della stabilità prospettica degli Enti Previdenziali Privati.

I dati utilizzati nel presente rapporto sono in parte messi a disposizione ad AdEPP dagli Enti Previdenziali, in parte sono stati resi pubblici dalla COVIP (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione) e rielaborati dal Centro Studi AdEPP.

Per una chiara contestualizzazione del tema, di seguito vengono brevemente analizzati i sistemi tecnici di gestione e le modalità di calcolo delle prestazioni tipicamente utilizzate dagli Enti Previdenziali. Occorre fare un distinguo tra Enti privatizzati con il *Decreto Legislativo n. 509/94* ed Enti istituiti con il *Decreto Legislativo n. 103/96*.

Per quanto riguarda i primi, questi utilizzano il sistema tecnico di gestione della ripartizione, mentre, utilizzano una modalità di determinazione delle prestazioni di tipo retributivo ovvero di tipo misto (retributivo/contributivo).

Al contrario, gli Enti istituiti con il *Decreto Legislativo n. 103/96* utilizzano il sistema tecnico di gestione della capitalizzazione con una modalità di determinazione delle prestazioni di tipo contributivo.

Si evidenzia, che non si tratta effettivamente di un sistema tecnico di gestione a capitalizzazione, in quanto, tale sistema non è appropriato per erogare prestazioni di primo pilastro, poiché, espone gli iscritti al rischio finanziario derivante dal conseguimento di performance negative in sede di investimento dei contributi incassati da parte dell'Ente erogante. Per tale ragione -ad esclusione di qualche eccezione- all'iscritto non viene riconosciuto direttamente il rendimento conseguito con l'attività di investimento ma viene retrocesso un rendimento ancorato alle dinamiche del Prodotto Interno Lordo italiano considerato entro un determinato orizzonte temporale (ad esempio, alcuni Enti utilizzano la media geometrica quinquennale del PIL). È chiaro che rimane in capo all'iscritto il rischio che il PIL assuma dei valori negativi nell'orizzonte temporale di riferimento. Va notato come il Governo nel 2015, anno in cui la media quinquennale del PIL assunse valore negativo, al fine di arginare la svalutazione del montante contributivo, ha emanato il decreto legge 65/2015 che ha previsto un coefficiente di rivalutazione pari ad 1.

In questo contesto, considerando l'obbligo per gli Enti Previdenziali di predisporre il bilancio tecnico che dimostri una stabilità di lungo periodo, il Patrimonio e la sua composizione devono uniformarsi ai criteri che garantiscano la sostenibilità dell'intero "Sistema previdenziale" e l'adempimento – in via prospettica – degli obblighi previdenziali salvaguardando la capacità di erogare le prestazioni future ai propri iscritti. È chiaro che il livello di tipicità del Patrimonio del singolo Ente varia in funzione delle dinamiche peculiari che caratterizzano le singole Casse, quali, ad esempio, gli andamenti demografici, le ipotesi finanziarie, i regolamenti previdenziali per il calcolo delle prestazioni, i redditi dichiarati dagli aderenti e i nuovi ingressi nell'anno; l'andamento di tali fattori e lo sviluppo delle variabili connesse assumono più o meno importanza in base al sistema tecnico di gestione considerato. Pertanto, per una più completa panoramica del fenomeno, i dati che verranno riportati di seguito andrebbero letti e incrociati con quelli riferiti alle "macro-aree" aggregate sopra elencate tenendo sempre conto delle specificità dei singoli Enti.

Va comunque enfatizzato che ormai quasi tutti gli Enti Previdenziali fanno uso di tecniche di *risk management* per la gestione degli investimenti ed in particolare utilizzano *Asset Liability Management* (ALM) nel processo di gestione degli attivi e dei passivi.

Le Casse, anche attraverso l'AdEPP, in piena adesione ai principi della sana e prudente gestione perseguendo l'interesse collettivo degli iscritti e dei beneficiari della prestazione pensionistica, in attuazione dell'indirizzo legislativo derivante dall'art. 14 del DL 98/2011, hanno adottato un "*Codice di Autoregolamentazione in materia di investimenti*". Il **Codice** costituisce uno strumento guida nei confronti dei regolamenti e delle procedure dei singoli Enti per gli ambiti non normati dalla legislazione e dai regolamenti ministeriali.

1 L'evoluzione del Patrimonio

Le analisi successive riportano l'evoluzione del Patrimonio degli Enti Previdenziali Privati calcolato come aggregazione dei Patrimoni dei singoli Enti.

1.1 Il patrimonio complessivo

Negli ultimi sette anni il Patrimonio delle Casse di Previdenza ha registrato una crescita continua e costante passando dai circa 65,6 miliardi di euro del 2013 ai circa 96 miliardi di euro di fine 2019 con un incremento complessivo di 46 punti percentuali.

Tale incremento ha riguardato tutti gli anni in analisi con un tasso di crescita percentuale pari al 9,55% tra il 2013 e il 2014, al 4,96% tra il 2014 e il 2015 e al 6,05% tra il 2015 ed il 2016, 6,6% tra il 2016 ed il 2017, 2% tra il 2017 ed il 2018 e 10,33% nell'ultimo anno considerato.

La crescita va analizzata alla luce di due fattori interconnessi ovvero, da un lato i contributi complessivamente incassati sono superiori alle uscite derivanti dalle prestazioni erogate - per un saldo positivo complessivo di circa 20,6 miliardi nel periodo di analisi - e dall'altro i rendimenti conseguiti sugli attivi che ammontano a circa 1,5% netto annuo in media tra il 2013 ed il 2019.

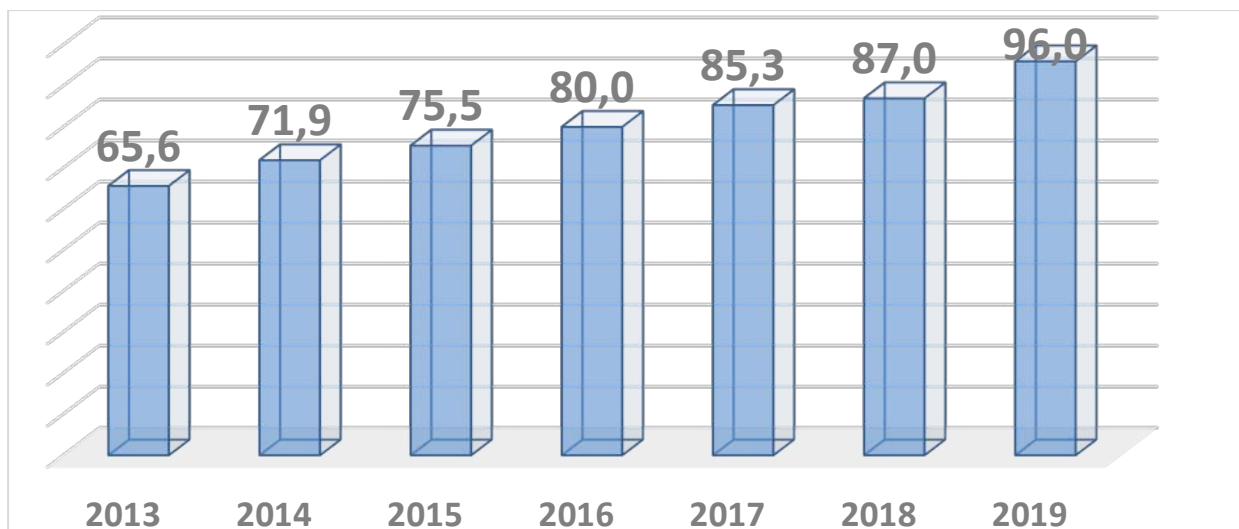


Figura 1.1: Evoluzione del Patrimonio degli Enti Previdenziali Privati (dati in miliardi di euro)

1.2 L'Asset Allocation

Tutte le Casse di Previdenza hanno adottato, negli anni, una gestione del patrimonio volta a ridurre il rischio di esposizione proprio degli investimenti.

In particolare, utilizzano tecniche di *risk management* che permettono - tramite una diversificazione oculata degli investimenti (*Asset Liability Management* - ALM) - di diminuire il rapporto rischio/rendimento riducendo il primo pur mantenendo accettabile il secondo.

Ricordiamo, infatti, che il Patrimonio è necessario a garantire stabilità agli Enti che hanno come compito principale quello di garantire le prestazioni pensionistiche agli iscritti.

Mantenere bassa la rischiosità degli investimenti è, quindi, di primaria importanza. Per raggiungere un basso rischio è stato quindi necessario, negli anni, diversificare il portafoglio, ridistribuendo in maniera appropriata il patrimonio nei diversi asset. A questo scopo, come vedremo in seguito, la percentuale investita in immobili si sta assottigliando sempre di più lasciando maggior spazio ad altri tipi di investimento. Anche le modalità di investimento stanno cambiando. Le Casse, infatti, investono sempre di più in fondi comuni di investimento.

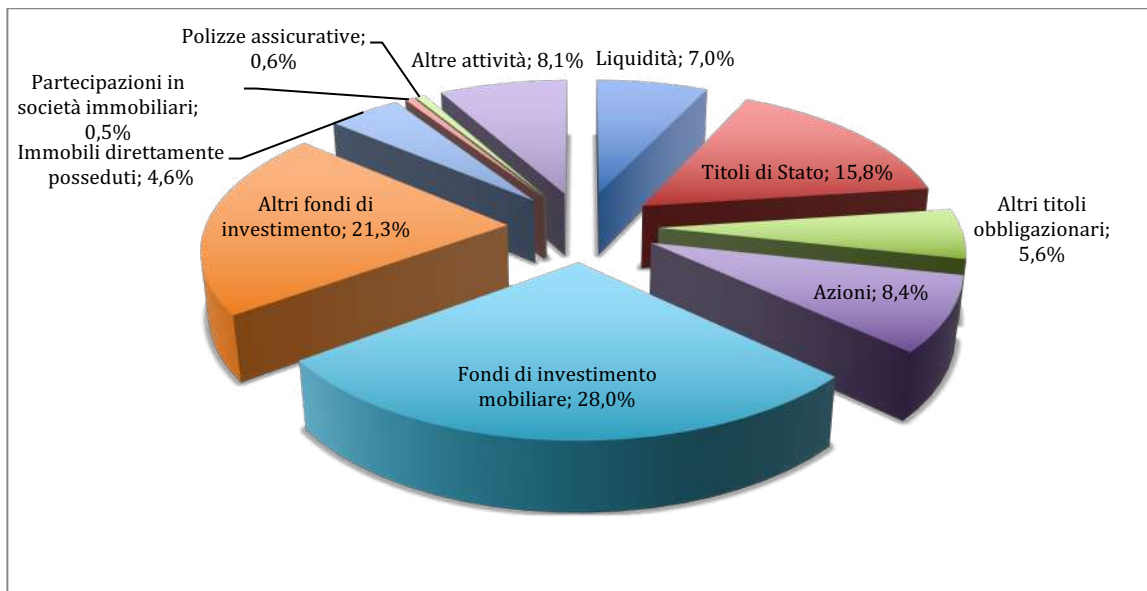


Figura 1.2: Asset Allocation degli Enti Previdenziali Privati fine 2019

In Figura 1.2 vengono riportate le diverse *asset class* con le relative percentuali investite a fine 2019.

Si nota come vi siano tre componenti predominanti ovvero i **fondi di investimento mobiliari** per una quota del 28%, **altri fondi di investimento** per il 21,3% e **Titoli di Stato** con una quota del 15,8%.

Nella voce “altre attività” sono ricompresi i crediti di natura previdenziale.

1.3 Evoluzione dell’Asset Allocation dal 2013 al 2019

In Tabella 1 viene riportata la composizione dell’attivo dal 2013 al 2019 a valori di mercato.

La tabella mostra come vi sia stato – nel corso degli anni – un cambiamento degli investimenti nelle diverse *asset class* sempre secondo il criterio della diversificazione e della riduzione del rischio che non può non considerare la congiuntura economica.

In termini assoluti, sono molto rilevanti le variazioni degli investimenti in:

- fondi mobiliari, passati da 8,3 miliardi di euro del 2013 ai quasi 27 di fine 2019, quindi più che triplicati;
- immobili direttamente posseduti – passati da 11,5 miliardi di euro del 2013 ai circa 4,4 miliardi attuali;
- la componente azionaria, quasi raddoppiata (da 4,1 miliardi di euro a 8 miliardi di euro) anche se in flessione negli ultimi due anni.

Tabella 1: Composizione dell’attivo a valori di mercato (dati di fine anno, importi in milioni di euro)

Attività	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidità	4.916	6.608	6.398	6.449	6.124	5.731	6.736
Titoli di Stato	12.938	15.238	14.193	14.414	14.069	14.589	15.201
Altri titoli obbligazionari	6.530	6.612	6.266	5.111	5.006	4.938	5.404
Azioni	4.075	5.816	8.151	7.690	8.103	7.135	8.073
Fondi di investimento mobiliare	8.305	8.769	11.892	16.668	21.555	22.269	26.910
Altri fondi di investimento	10.425	12.775	14.379	15.749	17.023	18.883	20.403
Immobili direttamente posseduti	11.521	8.754	6.687	5.824	5.087	4.894	4.418
Partecipazioni in società immobiliari	582	512	473	533	531	531	528
Polizze assicurative	435	417	391	465	539	510	582
Altre attività	5.913	6.408	6.648	7.132	7.298	7.524	7.734
Totale	65.640	71.910	75.477	80.035	85.335	87.004	95.989
Variazione sull'anno precedente		9,55%	4,96%	6,04%	6,62%	1,96%	10,33%

Considerando le percentuali investite nelle diverse *asset class* nel corso degli anni, si possono interpretare in maniera più precisa e puntuale le variazioni.

La composizione relativa dei vari asset fornisce, infatti, un quadro dei futuri risultati delle politiche di investimento adottate dalle Casse.

Tali valori vengono esplicitati in Tabella 2 che mostra, per ognuno degli anni analizzati, le composizioni dell'attivo in termini percentuali.

Tabella 2: Composizione dell'attivo a valori di mercato (dati di fine anno, valori percentuali sul totale)

Attività	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidità	7,5%	9,2%	8,5%	8,1%	7,2%	6,6%	7,0%
Titoli di Stato	19,7%	21,2%	18,8%	18,0%	16,5%	16,8%	15,8%
Altri titoli obbligazionari	9,9%	9,2%	8,3%	6,4%	5,9%	5,7%	5,6%
Azioni	6,2%	8,1%	10,8%	9,6%	9,5%	8,2%	8,4%
Fondi di investimento mobiliare	12,7%	12,2%	15,8%	20,8%	25,3%	25,6%	28,0%
Altri fondi di investimento	15,9%	17,8%	19,1%	19,7%	19,9%	21,7%	21,3%
Immobili direttamente posseduti	17,6%	12,2%	8,9%	7,3%	6,0%	5,6%	4,6%
Partecipazioni in società immobiliari	0,9%	0,7%	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%
Polizze assicurative	0,7%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Altre attività	9,0%	8,9%	8,8%	8,9%	8,6%	8,6%	8,1%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Dalla tabella, e dal successivo grafico in Figura 1.3, si possono trarre le seguenti conclusioni:

- **Investimenti in Titoli di Stato:** pur rimanendo uno dei veicoli d'investimento maggiormente utilizzato, si registra un decremento non trascurabile della quota parte investita in tale asset, essendo questa passata dal 19,7% del 2013 al 15,8% del 2019.
- **Fondi di investimento:** si registra un aumento considerevole poiché circa la metà degli investimenti delle Casse confluisce in fondi comuni (mobiliari e non). Tale quota era circa il 28,6% nel 2013.

Nei capitoli successivi focalizzeremo l'attenzione sugli *investimenti immobiliari*, *investimenti obbligazionari* e *investimenti azionari*.

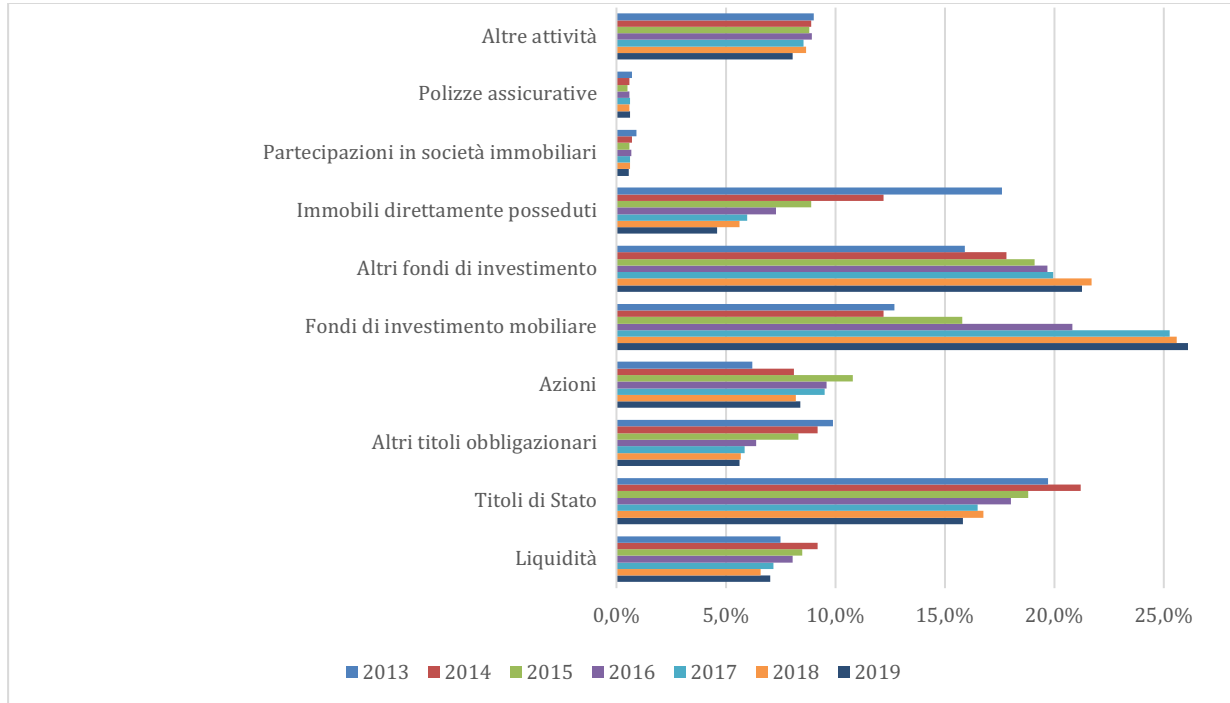


Figura 1.3: Andamento delle principali attività (% sul totale)

Le Casse hanno distribuito, negli anni, in modo diverso il loro capitale nelle diverse asset class. Per meglio comprendere quanto siano diverse le percentuali del patrimonio investite nei diversi strumenti finanziaria, in Figura 1.4 vengono mostrati, per ogni strumento, il valore medio percentuale, i valori massimo e minimo ed il secondo e terzo quartile. Dalla figura si può notare, per esempio, che gli investimenti in titoli di stato vanno dalla 0% al 70%. In modo simile si comportano gli investimenti in OICVM.

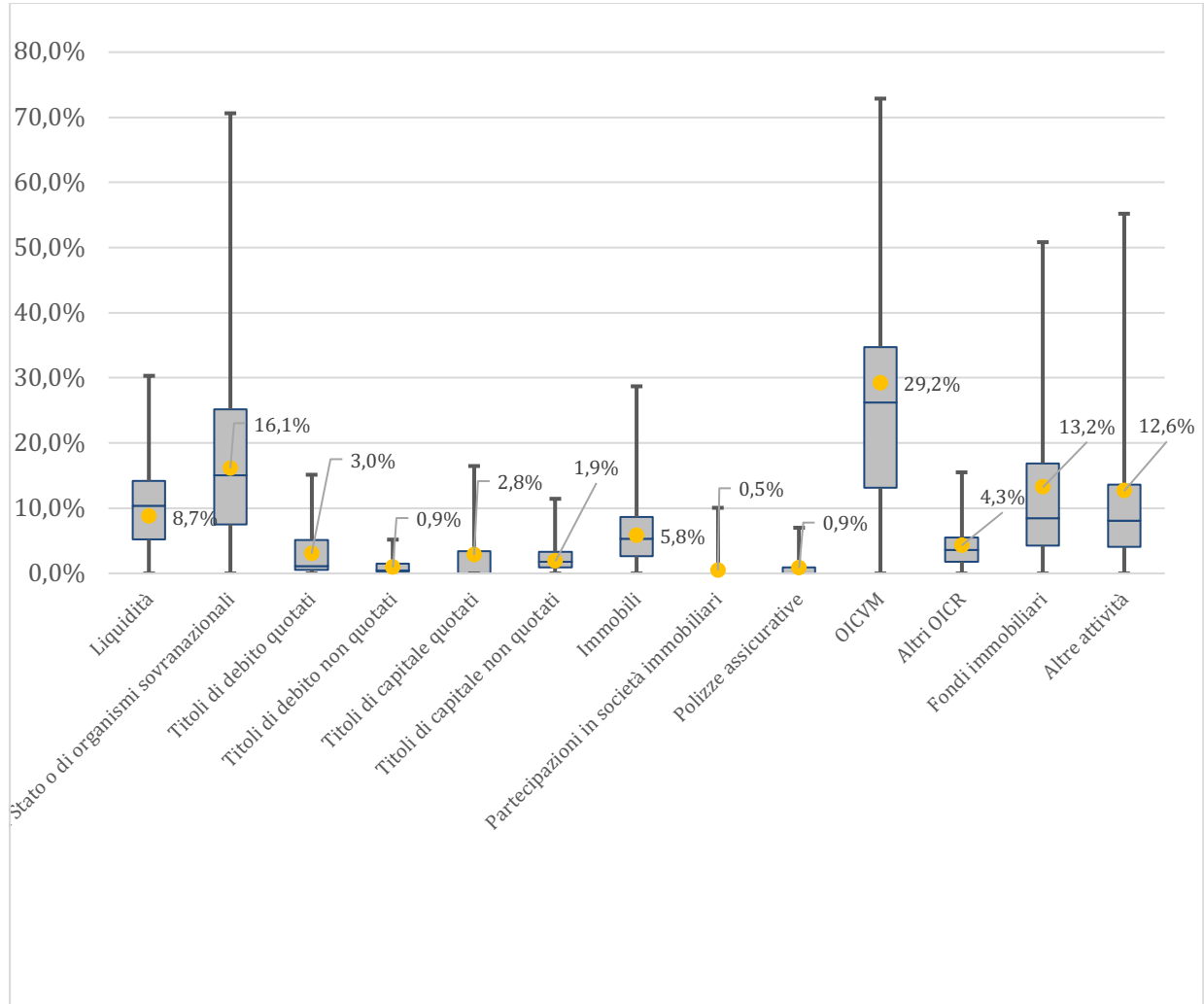


Figura 1.4 Distribuzione degli investimenti nei diversi strumenti – dati 2019

2 Gli investimenti in immobili

In questa sezione vengono analizzati i dati relativi al valore complessivo degli immobili direttamente e indirettamente detenuti dagli Enti (viene quindi inclusa la componente investita in immobili attraverso fondi immobiliari) che ammonta a circa **19,8 miliardi** di euro (anno 2019).

Il valore è molto diverso da quello inserito nella sezione dedicata all'evoluzione del patrimonio in quanto la maggior parte degli investimenti immobiliari, come vedremo, viene effettuata attraverso OICR.

In valore assoluto, gli investimenti in immobili, sono rimasti costanti negli anni, ma è cambiato considerevolmente il loro peso in termini percentuali dell'attivo, che pur rimanendo alto, ha comunque subito un decremento significativo negli anni oggetto d'analisi. C'è da notare che gran parte degli immobili sono stati ereditati da quando le Casse erano sotto gestione pubblica, quindi negli anni precedenti alla privatizzazione.

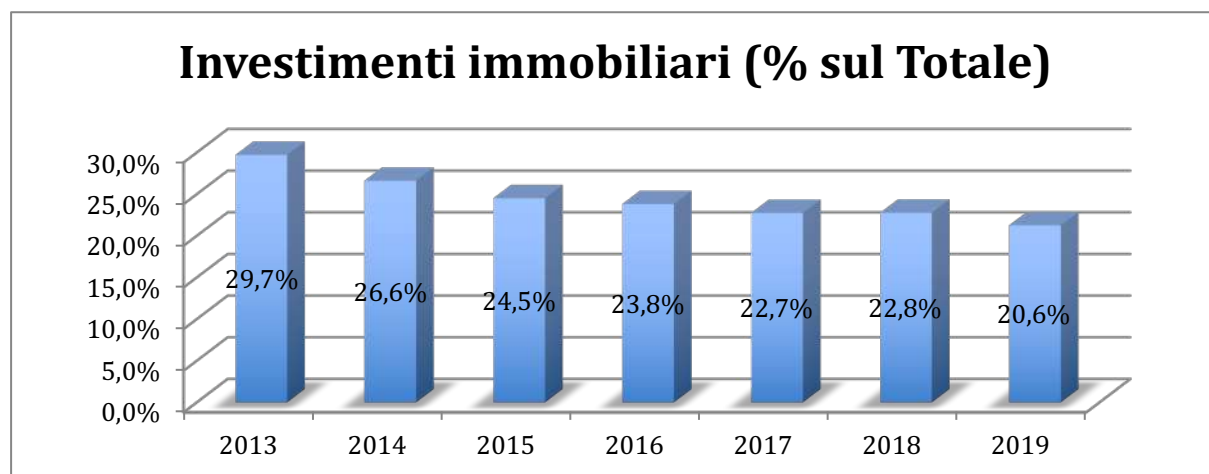


Figura 2.1: Peso percentuale degli investimenti immobiliari sul totale degli attivi

Infatti, nel 2013 la componente immobiliare complessiva si attestava al 29,7% e si è ridotta al 20,6% nel 2019.

In Tabella 3 e nel grafico in Figura 2.2, il totale degli immobili viene suddiviso per modalità di gestione.

Si può notare come le Casse investano circa 4,4 miliardi di euro (4,6 per cento delle attività totali) in immobili in modo diretto.

Il dato va confrontato con il 2013, anno in cui il patrimonio investito in questo strumento ammontava a circa 11,5 miliardi di euro (il 17,6 per cento dell'attivo).

Come risulta evidente dalla Tabella 3, la maggior parte degli immobili sono ormai detenuti in maniera indiretta attraverso l'investimento in *fondi immobiliari*. Vi è stato, infatti, un andamento quasi speculare rispetto agli investimenti diretti in immobili.

La componente investita in fondi immobiliari è infatti passata dai 7,4 miliardi di euro del 2013 ai 14,8 miliardi di euro del 2019.

Come già evidenziato in precedenza tale fenomeno è direttamente attribuibile alla politica di dismissione degli immobili detenuti per via diretta dagli Enti Previdenziali.

Tabella 3: Investimenti in immobili (dati di fine anno, valori in milioni di euro)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Immobili direttamente posseduti	11.521	8.754	6.687	5.824	5.087	4.894	4.418
Fondi immobiliari	7.407	9.882	11.319	12.694	13.782	14.374	14.808
Partecipazioni in società immobiliari	582	512	473	533	531	531	528
Investimenti immobiliari (Totale)	19.510	19.148	18.479	19.050	19.400	19.800	19.754

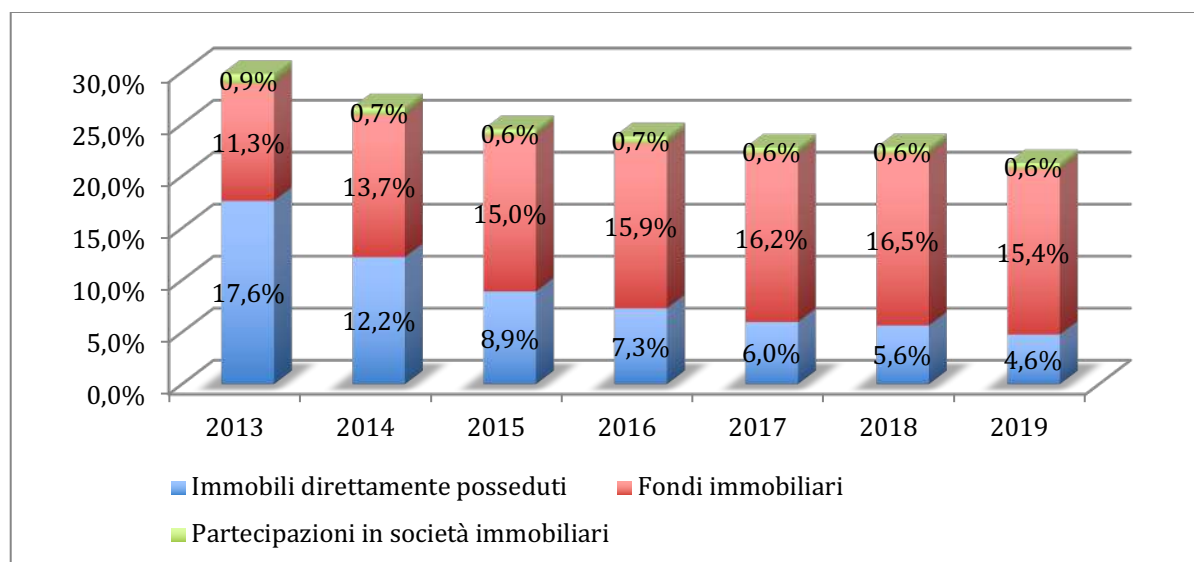


Figura 2.2: Investimenti in immobili (valori in percentuale sul totale degli attivi)

Dal punto di vista della distribuzione geografica (Figura 2.3), gli immobili complessivamente detenuti sono ubicati principalmente in centro Italia (circa il 50 per cento, di cui il 94 per cento a Roma); il 37 per cento nel nord del Paese, il residuale 4 per cento nel Sud ed il resto fuori dal Paese.

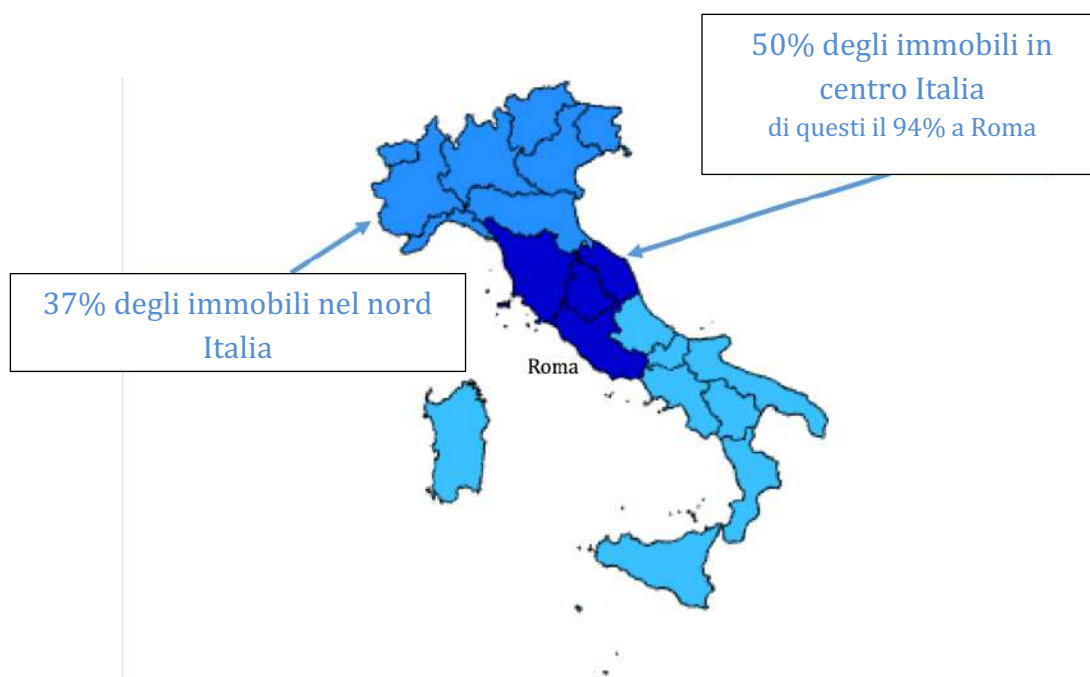


Figura 2.3 Distribuzione geografica degli immobili complessivamente posseduti, anno 2019

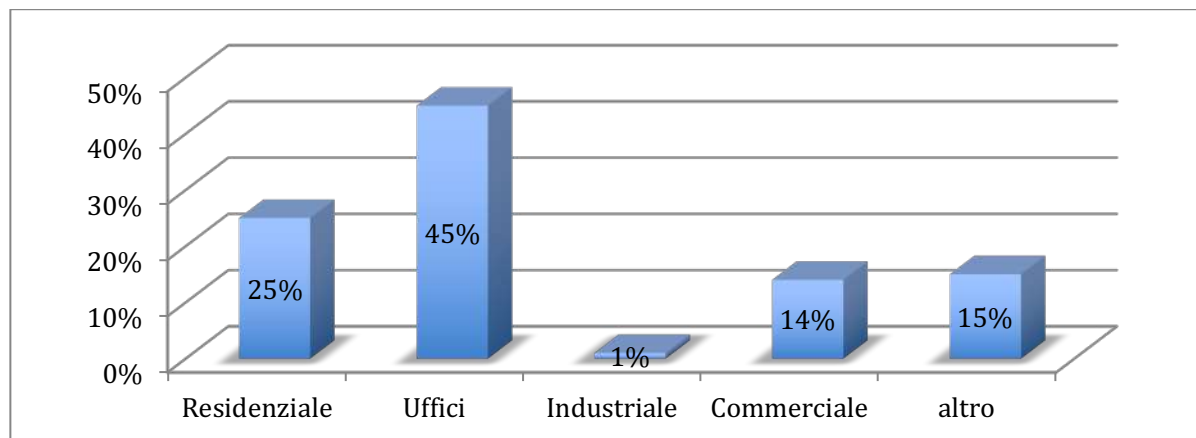


Figura 2.4 Immobili per destinazione d'uso - anno 2019

Come mostrato in Figura 2.4 la maggior parte degli immobili posseduti è ad uso uffici (45%) e residenziale (25%).

3 Investimenti obbligazionari

Una quota molto rilevante del patrimonio delle Casse è investita **in titoli obbligazionari**. Se si considera anche la componente inclusa nei fondi mobiliari, questa ammonta, a fine 2019, a circa **36,3 miliardi** di euro costituendo il 38 per cento delle attività. Nonostante in valore assoluto siano aumentati rispetto ai 22,4 miliardi del 2013, il loro peso percentuale è cresciuto più lentamente negli anni, passando dal 34,2 per cento del 2013 al 38 per cento attuale (come mostrato in Figura 3.1).

Tabella 4: Investimenti obbligazionari (dati di fine anno, importi in milioni di euro)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Titoli di Stato	12.938	15.238	14.193	14.414	14.069	14.589	15.201
Altri investimenti obbligazionari	6.530	6.612	6.266	5.111	5.006	5.064	5.404
Componente obbligazionaria tramite fondi mobiliari	2.962	3.475	5.866	8.359	12.125	12.668	15.731
Totale investimenti obbligazionari	22.430	25.325	26.325	27.884	31.200	32.321	36.336

Sommando i titoli di stato alle altre obbligazioni direttamente detenute, tale strumento ammonta a circa **20,6 miliardi** di euro (21,5 per cento del totale delle attività). Come si vede dalla Tabella 4 tali investimenti sono rimasti, in valore assoluto, costanti (hanno subito un live aumento nell'ultimo anno) nel periodo oggetto di analisi.

Si può notare che sono invece aumentati notevolmente, soprattutto negli ultimi anni, gli investimenti in obbligazioni tramite fondi mobiliari.

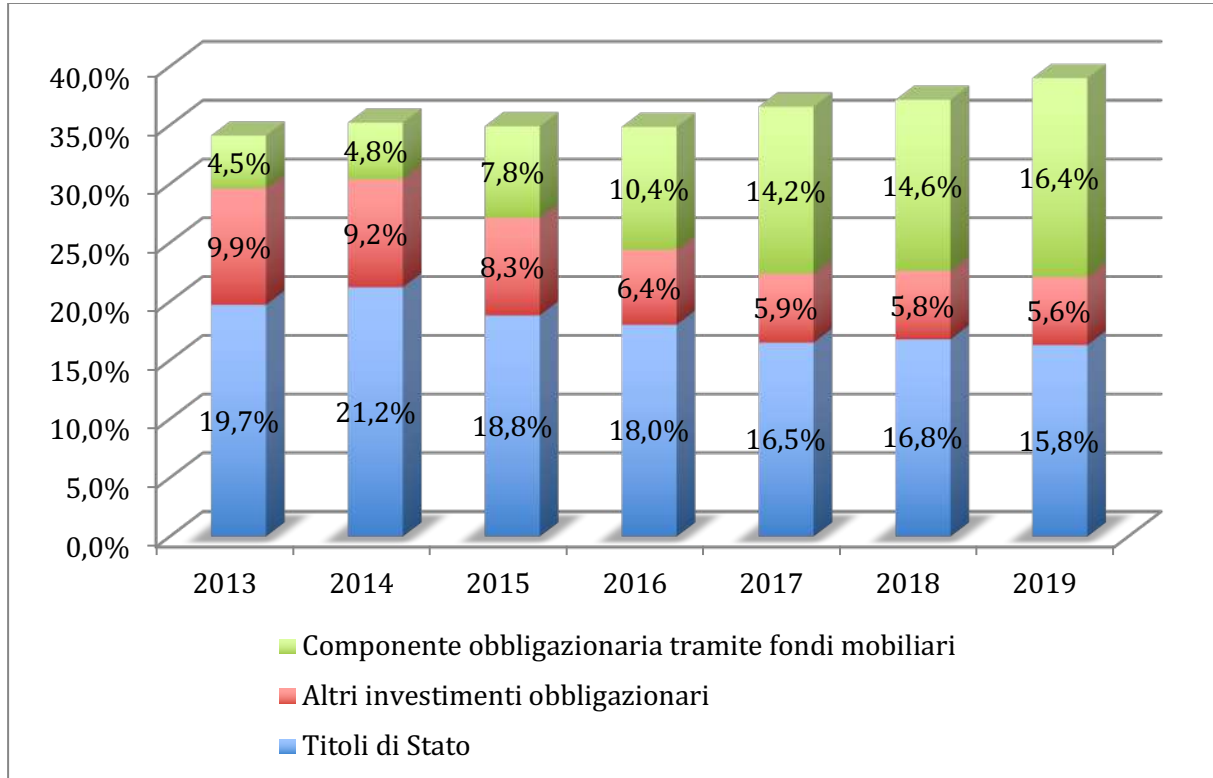


Figura 3.1: Investimenti obbligazionari (valori in percentuale sul totale degli attivi).

Una componente molto rilevante degli investimenti obbligazionari riguarda i titoli di Stato italiani, infatti, le Casse, a fine 2019, avevano investito in BTP circa 7,8 miliardi di euro, su un totale di circa 15,2 miliardi di euro investiti in titoli di Stato (quindi circa il 50%).

Gli altri investimenti obbligazionari ammontano a circa **5,4 miliardi** di euro, il 5,6 per cento delle attività. Si registra una diminuzione consistente tra il 2013 ed il 2019. Infatti, tale quota passa dal 9,9 per cento del 2013 al 5,6 per cento del 2019.

La **componente obbligazionaria investita per mezzo di fondi mobiliari** ammonta a **15,7 miliardi** di euro (il 16,4 per cento del valore delle attività) in costante aumento dal 2013. Questa componente è per lo più costituita da titoli corporate (62 per cento) ed è investita in Paesi dell'area euro diversi dall'Italia con una quota del 37 per cento, negli Stati Uniti (26 per cento) e nei Paesi non aderenti all'OCSE (16 per cento).

4 Investimenti in azioni

Negli ultimi 7 anni, si è registrata una considerevole crescita degli investimenti in azioni - inclusa la componente investita tramite fondi mobiliari - che sono passati dal 9,8% degli attivi ad un più rilevante 17,4%. Incremento giustificato anche dalla necessità di accrescere i rendimenti e compensare i bassi rendimenti sugli altri strumenti. Inoltre, va considerato che circa 1,2 miliardi riguardano quote di capitale della Banca d'Italia.

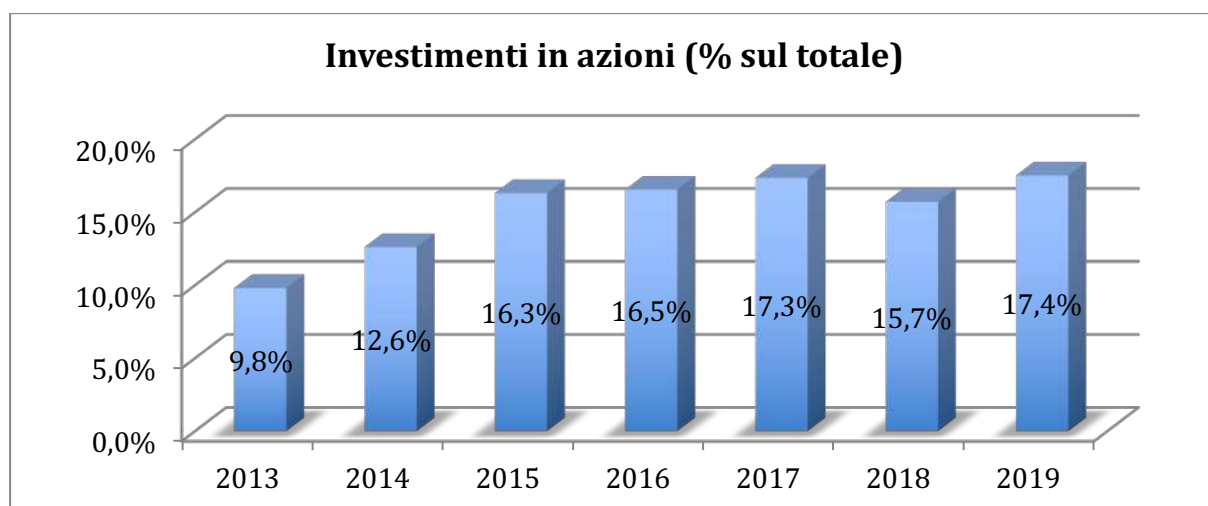


Figura 4.1: Variazione della componente investita in azioni

Come mostrato in Tabella 5, gli investimenti in **azioni**, a fine 2019, ammontano a circa **16,7 miliardi** di euro. La componente azionaria, come nel caso delle obbligazioni, è costituita da:

- *investimenti diretti in azioni*: circa **8,1 miliardi** di euro che costituisce l'8,4 per cento delle attività complessive
- *componente azionaria dei fondi di investimenti mobiliare*: ammonta a **8,6 miliardi di euro** e rappresenta il 9 per cento delle attività.

Tabella 5: Investimenti azionari (dati di fine anno, importi in milioni di euro)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Azioni	4.075	5.816	8.151	7.690	8.103	7.157	8.073
Componente azionaria tramite fondi mobiliari	2.353	3.225	4.160	5.551	6.700	6.501	8.596
Totale investimenti in azioni	6.428	9.041	12.311	13.241	14.803	13.658	16.669

Dal grafico in Figura 4.2 si evince chiaramente come il peso della componente azionaria sia cresciuto negli ultimi 7 anni. In particolare, si nota l'aumento progressivo del peso relativo della componente azionaria tramite fondi comuni. La riduzione di peso della componente azionaria nel 2018 va imputata per lo più alla riduzione di valore delle azioni causato dal crollo del mercato in quell'anno. Tale fenomeno ha causato, pertanto, una variazione di valori di mercato a bilancio che, come dimostra il rialzo delle valutazioni nell'anno successivo, risultano riassorbiti. Nell'ultimo anno, la componente azionaria è tornata a crescere soprattutto con l'acquisto diretto di azioni.

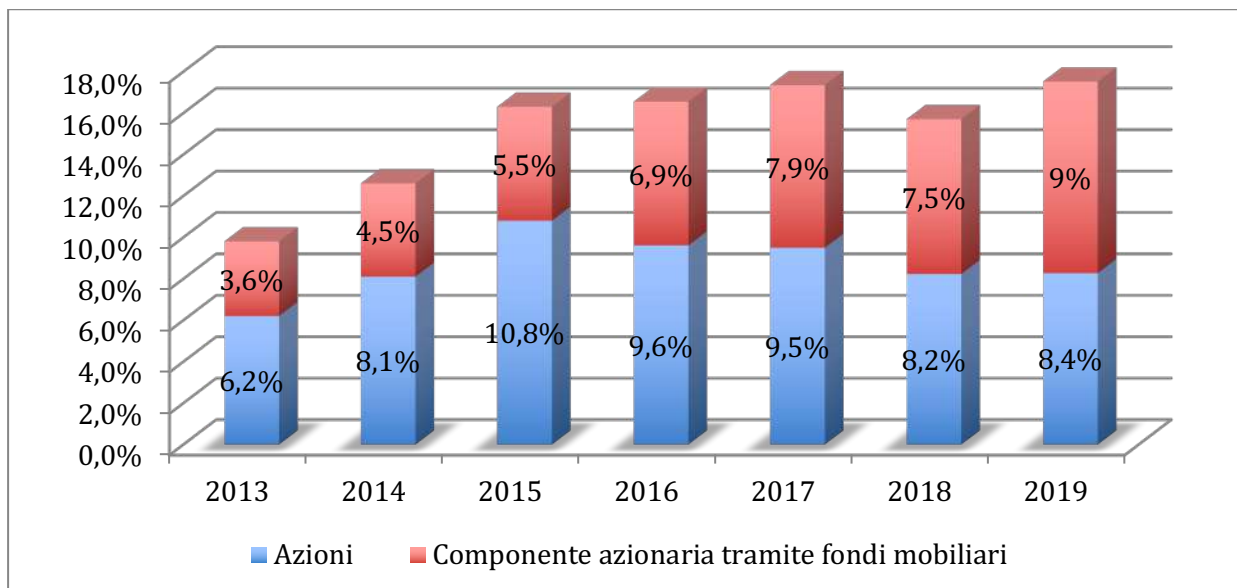


Figura 4.2: Andamento degli investimenti in azioni (percentuali sul totale delle attività)

5 Passaggio da gestione diretta a gestione indiretta e fondi comuni

Qui di seguito vengono analizzate le tre diverse modalità di gestione degli investimenti: gestione diretta, gestione tramite fondi comuni (OICR) e le attività conferite in gestione finanziaria ad intermediari specializzati.

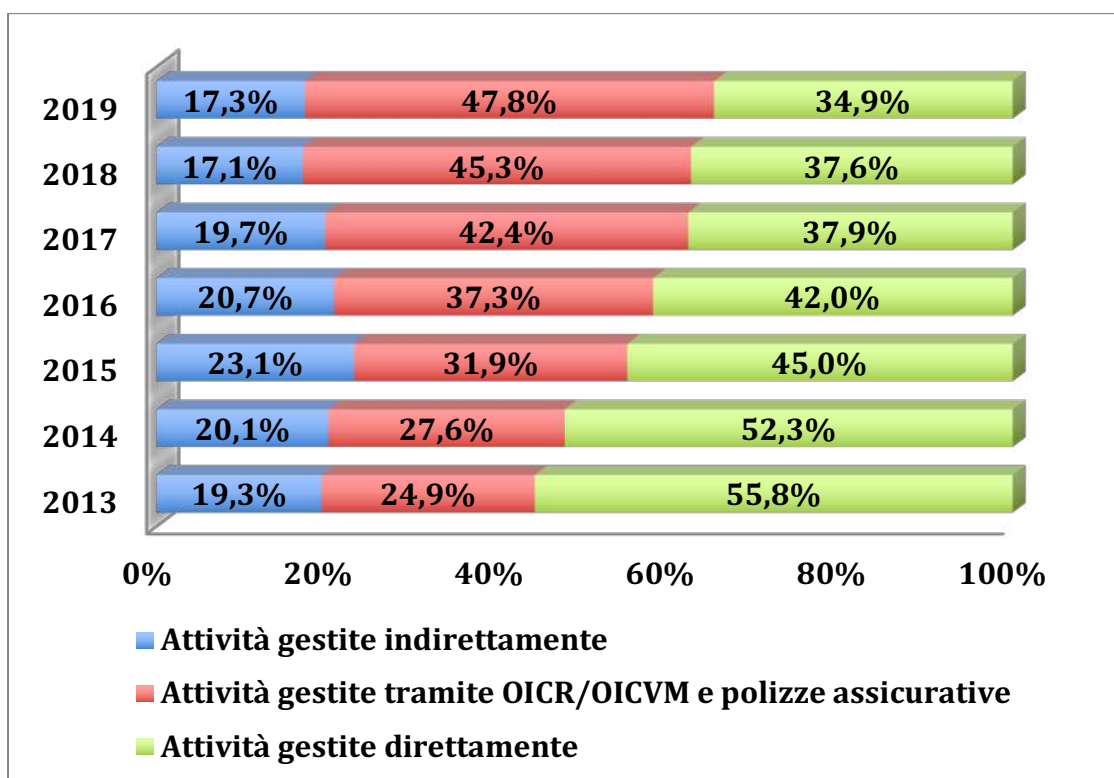


Figura 5.1: Andamento delle diverse modalità di gestione.

La Figura 5.1 mostra l'andamento delle tre diverse modalità di gestione tra il 2013 ed il 2019.

Per motivi legati alla semplificazione della gestione dell'investimento, la gestione tramite OICR/OICVM sta acquisendo un peso sempre maggiore, infatti, questa è passata dal 24,9 per cento degli attivi del 2013 a circa il 47,8 per cento del 2019.

In questo tipo di gestione sono principalmente confluiti quegli strumenti che prima venivano gestiti in modo diretto.

Rimane quasi costante, invece, negli anni la **gestione indiretta tramite intermediari specializzati** che copre il 17,3 per cento delle risorse.

In Tabella 6 vengono mostrate le diverse modalità di gestione in valore assoluto.

Tabella 6: Distribuzione delle diverse modalità di gestione (dati di fine anno, valori in milioni di euro)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Attività gestite indirettamente	12.665	14.443	15.993	16.601	16.820	14.884	16.644
Attività gestite tramite fondi e polizze assicurative	16.366	19.829	25.134	29.822	36.197	39.446	45.884
Attività gestite direttamente	36.609	37.638	34.308	33.612	32.318	32.675	33.461
Totale attività	65.640	71.910	75.435	80.035	85.335	87.004	95.989

In Tabella 7 vengono mostrate le diverse attività con i relativi pesi percentuali gestite direttamente dagli Enti Previdenziali Privati.

Si può notare come la quota più rilevante di tale gestione sia dovuta ai *Titoli di Stato* che contribuiscono per più di un quarto alle attività direttamente gestite.

Un'altra voce di particolare rilievo è data dalla *"Liquidità"* che pesa sul totale del patrimonio direttamente gestito per circa il 17,7%. Va notato che, a fine anno, sono concentrati gli incassi della maggioranza degli enti.

Considerate le caratteristiche tecniche dell'operatività degli Enti Previdenziali Privati, questa voce costituisce la componente fondamentale poiché necessaria a garantire – in qualsiasi momento – l'erogazione delle prestazioni ai propri iscritti.

Tabella 7: Suddivisione delle attività in gestione diretta (dati fine 2019)

Attività	% sul totale
Liquidità	17,7%
Titoli di Stato	28,5%
Altri titoli obbligazionari	3,6%
Azioni	11,8%
Immobili	14,6%
Part. in società immobiliari	0,5%
Polizze assicurative	1,6%
Altre attività	21,6%
Totale	100,0%

Per quanto riguarda la gestione indiretta, la Tabella 8 mostra come, anche in questo caso, i Titoli di Stato assumano particolare rilevanza. La quota di investimenti indiretti su questo strumento sfiora il 40%. Decisamente rilevante è anche la quota investita in azioni tramite intermediari, che riguarda il 25,1 per cento di tale gestione.

Tabella 8: Suddivisione delle attività in gestione indiretta (dati di fine 2019)

Attività	% sul totale
Liquidità	1,4%
Titoli di Stato	39,5%
Altri titoli obbligazionari	25,4%
Azioni	25,1%
Fondi Comuni d'Investimento (OICR)	8,5%
Altre attività	0,0%
Totale	100,0%

6 Investimenti in Italia

In questo capitolo vengono analizzati gli investimenti delle Casse suddividendoli in investimenti in Italia ed investimenti esteri.

In Figura 6.1 vengono riportati i valori percentuali di tale suddivisione. Si può notare come la quota investita in **Italia sia pari al 38%**. Va però notato che se alla quota investita in Italia vengono aggiunte le altre voci quali la liquidità, le polizze assicurative e le “altre attività” tutte detenute in Italia, anche se non investite, **il patrimonio delle Casse, nel nostro Paese, ammonta a circa il 53 per cento del totale**. Si può notare come gli investimenti delle Casse siano fortemente sbilanciati verso investimenti nazionali se si considera il peso che riveste l’economia italiana nel quadro internazionale. Infatti, l’Italia rappresenta circa il 2,5% dell’economia mondiale, circa l’11% dell’economia di tutta l’Unione Europea ed il 13% dell’economia della Zona Euro.

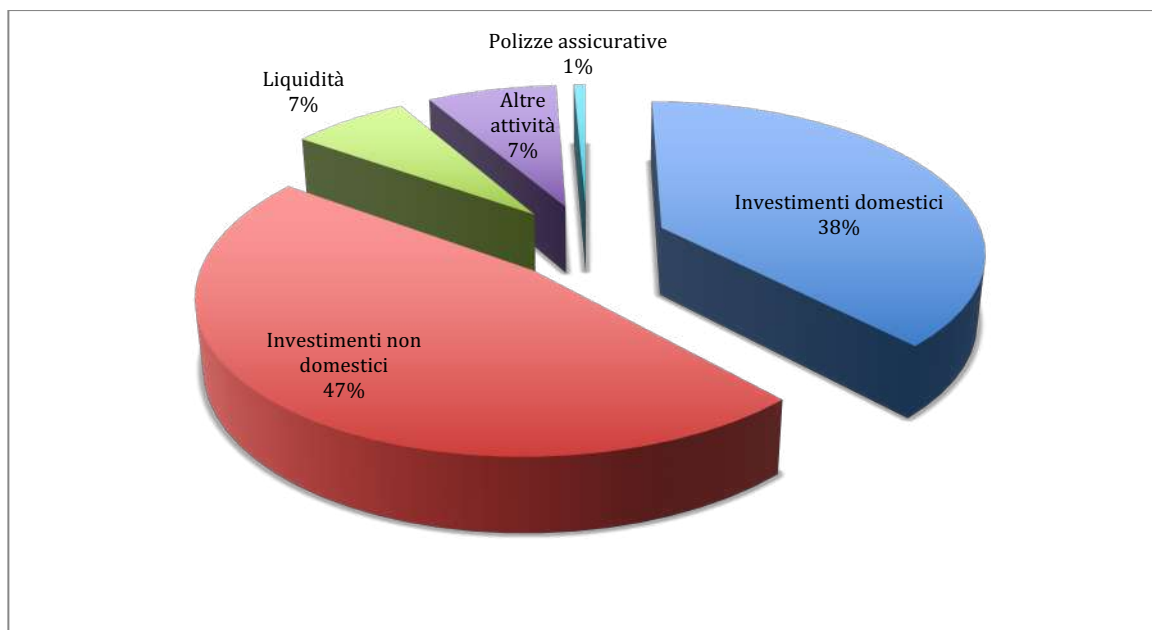


Figura 6.1: Investimenti in Italia (dati 2019).

In Tabella 9 si riportano un confronto tra le percentuali di ogni strumento investite in Italia o all'estero.

Più in dettaglio, dal confronto emergono le seguenti considerazioni:

- Gli investimenti in obbligazioni non governative sono in gran parte esteri.

- Gli altri fondi di investimento (FIA) sono principalmente in Italia mentre gli investimenti mobiliari vengono principalmente collocati all'estero.
- Gli investimenti in immobili sono principalmente italiani.

Tabella 9: Investimenti in Italia e Esteri (dati 2019)

	Inves. in Italia	Inves. Esteri	Totale
Titoli di Stato	7.814	7.386	15.200
Altri titoli di obbligazionari	845	4.559	5.404
Azioni	4.423	3.650	8.073
Fondi di investimento mobiliari	1.602	25.309	26.911
Altri fondi di investimento	15.206	5.197	20.403
Immobili	4.412	0	4.412
Partecipazioni in società immobiliari	528	0	528
Totale	34.830	46.101	80.931

Come si può facilmente evincere dal grafico in Figura 6.2, nel corso degli anni la quota di patrimonio investita in Italia è progressivamente diminuita a vantaggio della quota investita all'estero poiché – come già descritto - gli investimenti esteri avvengono attraverso fondi comuni di investimenti, in particolare OICVM.

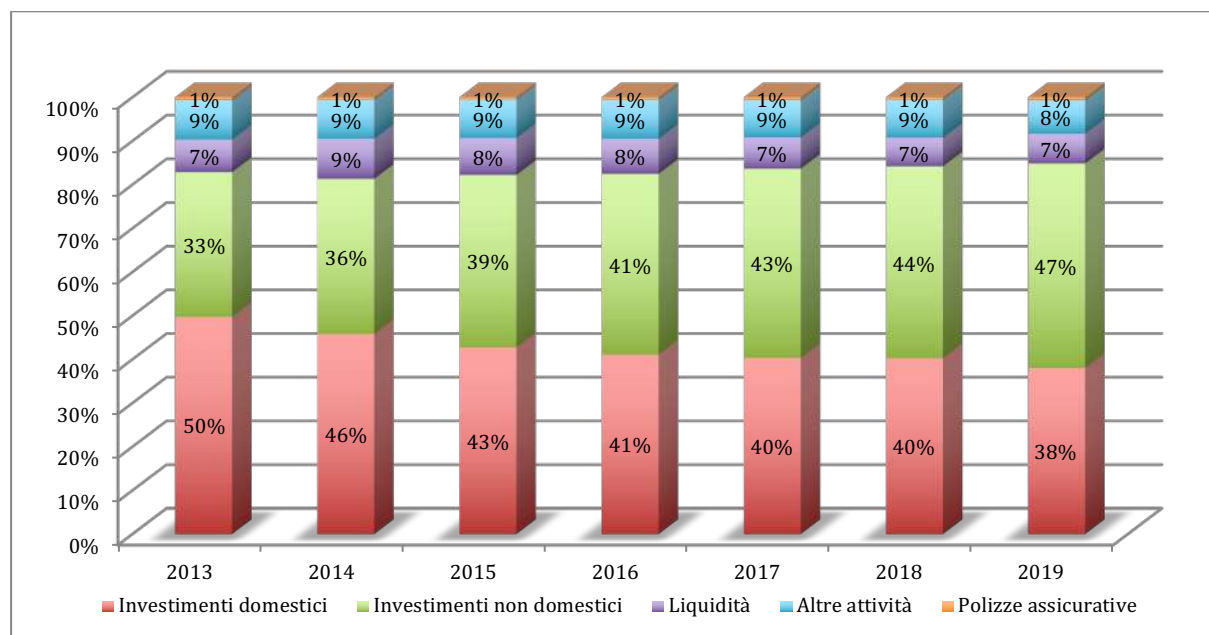


Figura 6.2: Investimenti domestici e non domestici, percentuali sul totale delle attività.

7 Investimenti ESG

Le scelte strategiche di allocazione del patrimonio delle Casse non perseguono scopi speculativi ma sono improntate ai criteri di prudenza, rendimento, salvaguardia e garanzia delle prestazioni future agli iscritti. In virtù di ciò, anche le Casse di Previdenza - nella selezione dei propri investimenti - possono valutare aspetti di natura ambientale, sociale o di *governance*, oltre il profilo di rischio e rendimento.

Il mondo della finanza sta attribuendo sempre più valore agli investimenti ESG (*Environmental, Social, Governance*), e secondo l'Onu, la Ue, i principali economisti e le banche centrali la sostenibilità non è più una nicchia tra la filantropia e l'ambientalismo ma è il nuovo traguardo dell'economia mondiale e sta generando investimenti per 59mila miliardi di dollari.

Per la Global sustainable investment association (Gsia), gli investimenti mondiali in società repute sostenibili dal mercato sono passati dai 21.400 miliardi di dollari del 2014 ai quasi 40.000 miliardi nel 2017.

Assumendo una *vision* che punta ad una maggiore sostenibilità finanziaria sul lungo periodo, le Casse sono ormai interessate a quote di partecipazione in imprese che si informano sui parametri ESG e hanno iniziato a considerare gli investimenti ESG come di fondamentale importanza nelle loro politiche di investimento. Il processo di investimento nei prodotti ESG è in fase di crescita e le Casse si stanno adattando rispettando, naturalmente, gli altri vincoli di prudenza e sostenibilità interna. Va però notato che molte Casse hanno già quote rilevanti del loro portafoglio investite in tali strumenti, in alcuni casi arrivando a toccare anche l'85% del patrimonio investito.

La sostenibilità economica, sociale e ambientale sta generando valore tangibile ed è al centro delle attenzioni del Legislatore, come dimostra l'entrata in vigore (con il *decreto legislativo 254/2016*) della *direttiva Ue 2014/95* sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario che si applica agli enti di interesse pubblico, con oltre 500 dipendenti, che fatturino almeno 40 milioni o con uno stato patrimoniale di oltre 20 milioni: quindi, ad esempio, anche tutte le banche e le assicurazioni nei limiti dimensionali circoscritti e le società di gestione del risparmio e intermediazione mobiliare. La normativa, pur non applicandosi direttamente alle Casse, influisce sulla scelta delle politiche di investimento.

La *direttiva 2014/95/UE* identifica nelle informazioni di natura ambientale, sociale (rispetto diritti umani, gestione del personale, politiche di non discriminazione) quelle

aree per le quali le società saranno tenute a divulgare notizie circa le politiche adottate, e gli investimenti che integrano tali fattori nell'analisi tradizionale vengono denominati investimenti **ESG**.

I titoli nei quali sono investite le risorse tengono in considerazione il comportamento dell'azienda nei confronti dell'ambiente (rispetto a fattori quali cambiamenti climatici, emissioni di CO₂, inquinamento dell'aria e dell'acqua, gli sprechi e la deforestazione), del sociale (rispetto a fattori quali politiche di genere, i diritti umani, gli standard lavorativi e i rapporti con la comunità civile) e delle pratiche di governo societario, (rispetto a fattori quali le politiche di retribuzione dei manager, la composizione del consiglio di amministrazione, le procedure di controllo, i comportamenti dei vertici e dell'azienda).

Ora più che mai il sociale, la difesa dell'ambiente, il rispetto delle regole e il buon governo rappresentano asset tangibili di un'azienda, che generano valore economico oltre che sociale.

Inoltre, gli investitori istituzionali hanno una visione più integrata e realistica dell'impresa e possono così valutare agevolmente la sostenibilità del modello aziendale, e sui rischi, diversi da quelli finanziari, al fine di ottenere un maggior beneficio anche nel processo di allocazione dei capitali in un orizzonte temporale di lungo periodo.

Al 31-12-2019 gli investimenti delle Casse in strumenti ESG ammontano a circa 8 miliardi di euro e sono in forte crescita. In alcuni casi superano l'80% del capitale investito.

In conclusione, l'integrazione sistematica dell'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo (ESG - *Environmental, Social and Governance*) nella valutazione delle imprese consente una miglior analisi dei rischi e delle opportunità di investimento dispiegando i propri effetti positivi nel corso degli anni e consentendo di cogliere le tendenze di fondo delle dinamiche rilevanti.

8 Le disposizioni in materia di tassazione sugli investimenti

Dinamico e certamente disincentivante è stato inoltre il quadro normativo in materia di tassazione per il settore.

Infatti, nell'ultimo decennio norme in materia di previdenza, di investimenti mobiliari ed immobiliari e in materia di finanza pubblica hanno definito un quadro normativo articolato dal quale emerge che il settore delle Casse di previdenza è uno degli ambiti più normati e controllati, con inevitabili ridondanze e duplicazioni che rendono complesso il lavoro degli amministratori.

L'art. 2, comma 6, del Decreto-Legge 13 agosto 2011, n. 138 "Ulteriori misure urgenti per la stabilizzazione finanziaria e per lo sviluppo" prescrive che, a decorrere dal 1° gennaio 2012, "le ritenute, le imposte sostitutive sugli interessi, premi e ogni altro provento di cui all'articolo 44 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 e sui redditi diversi di cui all'articolo 67, comma 1, lettere da c-bis a c-quinquies del medesimo decreto, ovunque ricorrano, sono stabilite nella misura del 20%".

Il medesimo Decreto-Legge specifica che "per espressa disposizione legislativa l'aliquota del 20% (permanendo l'aliquota del 12,5%), non si applica ai redditi derivanti da obbligazioni dello stato Italiano o titoli ad essi equiparati (obbligazioni emesse da organismi internazionali), ai proventi da obbligazioni emesse da stati esteri inclusi nella c.d. white-list -redditi da titoli di risparmio per l'economia meridionale, ed ai guadagni relativi ai piani di risparmio a lungo termine appositamente istituiti". Per quanto riguarda invece i rendimenti mobiliari derivanti da dividendi e commissioni retrocesse e i rendimenti del patrimonio immobiliare sotto forma di canoni di locazione, l'Ente previdenziale viene assoggettato ad imposta sui redditi delle società (IRES).

A distanza di tre anni, ovvero con il *Decreto-Legge 24 aprile 2014, n. 66 "Misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale" all'articolo 3, comma 1*, è stato stabilito che "le ritenute e le imposte sostitutive sugli interessi, premi e ogni altro provento di cui all'articolo 44 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e sui redditi diversi di cui all'articolo 67, comma 1, lettere da c-bis) a c-quinquies), del medesimo testo unico, ovunque ricorrano, sono stabilite nella misura del 26 per cento." Una percentuale che non trova uguali nel panorama europeo.

Il *comma 6 del medesimo articolo 3*, prevede inoltre che “La misura dell'aliquota di cui al *comma 1* si applica agli interessi, ai premi e ad ogni altro provento di cui all'*articolo 44 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917*, divenuti esigibili e ai redditi diversi di cui all'*articolo 67, comma 1, lettere da c-bis) a c-quinquies*), del predetto testo unico realizzati a decorrere dal 1° luglio 2014”.

8.1 Il credito d'imposta

In questo contesto si colloca la normativa che richiama espressamente le Casse di previdenza. Il sopracitato *Decreto-legge 66/2014, articolo 4, comma 6-bis*, che “in attesa di armonizzare, a decorrere dal 2015, la disciplina di tassazione dei redditi di natura finanziaria degli enti previdenziali di cui al *decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103*, con quella relativa alle forme pensionistiche e complementari di cui al *decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252*, riconosce agli Enti Previdenziali Privati un credito di imposta pari alla differenza tra l'ammontare delle ritenute e imposte sostitutive applicate nella misura del 26% sui redditi di natura finanziaria per il periodo che va dal 1° luglio al 31 dicembre 2014, e l'ammontare di tali ritenute e imposte sostitutive computate nella misura del 20%. Si prevede pertanto una compensazione nel 2015, di quanto versato nel 2014.

Successivamente, la Legge 190/2014, all'art. 1 comma 91, (Abrogato con effetto dal 1/1/2017 dall'art.1 comma 96 della L. 232 del 11/12/2016), riferendosi espressamente alle Casse, riconosce agli Enti Previdenziali Privati un credito di imposta a decorrere dal periodo di imposta 2015, pari alla differenza tra l'ammontare delle ritenute e imposte sostitutive applicate nella misura del 26% sui redditi di natura finanziaria e l'ammontare di tali ritenute e imposte sostitutive computate nella misura del 20%, a condizione che i proventi siano investiti in attività di carattere finanziario a medio e lungo termine.

In particolare, il comma 91 del richiamato art. 1 stabilisce che “A decorrere dal periodo d'imposta 2015, agli enti di previdenza obbligatoria di cui al *decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103*, è riconosciuto un credito d'imposta pari alla differenza tra l'ammontare delle ritenute e imposte sostitutive applicate nella misura del 26 per cento sui redditi di natura finanziaria dichiarate e certificate dai soggetti intermediari o dichiarate dagli enti medesimi e l'ammontare di tali ritenute e imposte sostitutive computate nella misura del 20 per

cento a condizione che i proventi assoggettati alle ritenute e imposte sostitutive siano investiti in attività di carattere finanziario a medio o lungo termine individuate con apposito decreto del Ministro dell'economia e delle finanze”.

A differenza del credito riconosciuto dal 1° luglio 2014 al 31 dicembre 2014, quello introdotto dalla L. 190/2014 condiziona lo stesso al reinvestimento dei proventi nelle attività di carattere finanziario individuate dal comma 1 dell’art.2 del DM 19/6/2015 sostanzialmente legate all’economia reale, e alla detenzione di tali investimenti per un periodo di almeno cinque anni.

Inoltre, il successivo comma 2 ha introdotto un ulteriore obbligo in caso di cessione o di scadenza dei titoli oggetto di investimento prima del quinquennio, ove il corrispettivo conseguito andava reinvestito in attività di cui al comma precedente entro 90 giorni.

8.2 La “doppia tassazione”: regime fiscale ETT

La previdenza italiana è fra le più tassate in Europa dove, la disciplina di settore è un argomento ancora non standardizzato, in quanto esistono diversi modelli adottati dagli Stati membri.

La “Doppia tassazione” delle Casse di previdenza privatizzate è un’anomalia del tutto italiana ed in particolare, per ciò che concerne i contributi, il *D.L. 31 maggio 2010, n. 78 “Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica”* (convertito in legge, con modificazioni, dall’*art. 1, comma 1, L. 30 luglio 2010, n. 122*) prevedendo all’*art.38, comma 11* che i contributi siano esenti da tassazione per le Casse di Previdenza e sono deducibili – per l’iscritto - dalla base imponibile IRPEF secondo l’*art. 10, comma 1, lett. e) del D.P.R. n. 917 del 1986 (TUIR)*.

In particolare, il “Modello ETT” (Esenzione, Tassazione, Tassazione) è adottato dall’Italia (insieme a Svezia e Danimarca) sia per i fondi pensione che per gli enti di previdenza privata, individuando due diversi momenti in cui avviene la tassazione.

Vengono assoggettati a imposizione fiscale sia i rendimenti nel momento in cui vengono realizzati, sia le prestazioni nel momento della erogazione.

Per evitare fenomeni di doppia imposizione fiscale dei rendimenti sarebbe necessario assoggettare a tassazione la prestazione pensionistica al netto del rendimento conseguito, come avviene per i fondi pensione complementari Italiani.

Per le Casse di previdenza invece ciò non avviene in quanto la prestazione viene interamente assoggettata a imposizione fiscale a carico degli iscritti alle Casse di previdenza con l'assoggettamento delle somme percepite alle aliquote IRPEF.

La base imponibile sulla quale viene applicata l'IRPEF, infatti, è data dal valore della prestazione pensionistica al lordo dei rendimenti conseguiti dalla Cassa e già precedentemente tassati, così come già specificato sopra.

Per tale ragione è possibile affermare che le Casse di previdenza siano assoggettate ad un "regime di doppia tassazione" rispetto al sistema pubblico EET (tassazione esclusivamente delle prestazioni erogate), e ciò indebolisce la sostenibilità delle Casse previdenziali private che scontano la tassazione dei proventi generati dalle gestioni patrimoniali ed immobiliari.

8.3 IRES

Per quanto riguarda invece i rendimenti mobiliari derivanti da dividendi e commissioni retrocesse e i rendimenti del patrimonio immobiliare sotto forma di canoni di locazione, l'Ente previdenziale viene assoggettato ad imposta sui redditi delle società (IRES).

Le Casse sono ritenute fiscalmente enti non commerciali ex *art. 73, comma 1, lett. c)* e *art. 74, comma 2, lett. b, T.U.I.R.* e dunque in quanto enti non commerciali, sono soggetti IRES su una base imponibile formata dai redditi fondiari, di capitale, di impresa e diversi determinati ai sensi degli *artt. 143 e 144 del T.U.I.R.*

Inoltre, per effetto del *comma 655 dell'art. 1 della legge 23 dicembre 2014, n. 190*, dal 2014 per le Casse - come per tutti gli altri enti non commerciali - gli utili percepiti concorrono alla base imponibile IRES non più nella misura del 5% (*ex art. 4, comma 1, lett. q, del d.lgs. n. 344 del 12 dicembre 2003*) ma nella maggior misura del 77,74%.

Successivamente, la *Legge 28 dicembre 2017, n. 208, all'art. 1, comma 64* ha previsto la possibilità per il Legislatore di modificare, tra l'altro, le percentuali di tassazione degli utili percepiti dagli enti non commerciali.

Conseguentemente, il *Decreto del Ministro dell'Economia e finanze del 26 maggio 2017, all'art. 1* ha previsto il mantenimento della misura del 77,74% nel caso in cui i dividendi siano stati formati con utili prodotti entro il 31 dicembre 2016, mentre a partire dal 1° gennaio 2017 la suddetta misura è stata incrementata al 100%.

8.4 Investimenti “qualificati”

Con la *legge 11 dicembre 2016, n. 232 “Legge di Bilancio per il 2017”* sono state introdotte ulteriori disposizioni in materia fiscale sugli investimenti, ed in particolare sugli investimenti “qualificati” poiché il *comma 88, dell’art. 1* della sopracitata legge, ha previsto la possibilità per gli enti di previdenza obbligatoria di cui al *decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509*, e al *decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103*, di “*destinare somme, fino al 5 per cento dell’attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell’esercizio precedente, agli investimenti qualificati*” - indicati e specificati nel successivo *comma 89* - ovvero “*le azioni o quote di imprese*” residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri dell’Unione europea o in Stati aderenti all’Accordo sullo Spazio economico europeo con stabile organizzazione nel territorio medesimo e “*le quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio*” residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri dell’Unione europea o in Stati aderenti all’Accordo sullo Spazio economico europeo, che investono prevalentemente negli strumenti finanziari di cui sopra.

L’agevolazione ex *comma 88*, prevede che i redditi finanziari – sia di capitale sia diversi – derivanti dagli investimenti “qualificati” siano esenti dall’imposta sul reddito, ed il *comma 91 dell’articolo 1* della sopracitata Legge, dispone l’obbligo a carico delle Casse di detenere – ai fini dell’esenzione - gli strumenti finanziari oggetto di investimento per almeno 5 anni.

Il successivo *comma 89* specifica le tipologie di investimenti “qualificati” ovvero quelli in azioni o quote di imprese residenti fiscalmente in Italia, nella UE o nello Spazio economico europeo ovvero in azioni o quote di OICR (organismi di investimento collettivo del risparmio: Fondi comuni di investimento, Società di investimento a capitale variabile - Sicav, Società di investimento a capitale fisso - Sicaf, Fondi di investimento alternativi - FIA) residenti fiscalmente in Italia, nella UE o nello Spazio economico europeo i quali investono prevalentemente nelle predette azioni o quote di imprese.

Il 5 ottobre 2017, la Direzione Centrale Normativa dell’Agenzia delle Entrate, ha espresso un parere in risposta ad un interpello avente ad oggetto un quesito relativo all’applicazione delle disposizioni previste - in particolare dal *comma 88 e 89* – al fine di definire il regime di esenzione dall’imposta sui redditi derivanti dagli investimenti “qualificati” chiarendo che la finalità del regime agevolato è quella di indirizzare le risorse finanziarie verso l’economia reale nel lungo periodo.

Viene altresì chiarito che – agli effetti dell’agevolazione - si considerano investimenti “qualificati” quelli sottoscritti o acquistati esclusivamente a decorrere dal 1° gennaio 2017, restando non agevolabili gli investimenti effettuati in periodi di imposta precedenti.

L'Agenzia delle Entrate ha ribadito che il limite *“del 5 per cento dell'attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente”* ha valore solo ai fini dell'applicabilità delle disposizioni e non pone alcun vincolo quantitativo al volume degli investimenti da parte delle Casse, fermo restando il *“valore massimo agevolabile del 5 per cento da calcolare annualmente tenendo conto solo degli incrementi patrimoniali.”*

Successivamente, con la *“Legge di bilancio 2018” (legge n. 205 del 2017, art. 1, comma 73)* sono stati inclusi - tra gli investimenti qualificati - anche le quote di prestiti o di fondi di credito cartolarizzati erogati o originati per il tramite di piattaforme di prestiti per soggetti non professionali (c.d. peer to peer lending), gestite da intermediari finanziari, da istituti di pagamento ovvero da soggetti vigilati operanti sul territorio italiano in quanto autorizzati in altri Stati dell'UE.

E' stato altresì previsto che, i redditi generati da tali investimenti sono esenti da imposizione (*comma 90 della L. 232/2016*), purché gli strumenti finanziari oggetto di investimento qualificato siano detenuti per almeno cinque anni (*comma 91 della L. 232/2016*).

Ove ceduti prima dei cinque anni, i redditi realizzati attraverso la cessione e quelli percepiti durante il periodo minimo di investimento sono soggetti all'imposta sostitutiva ordinaria (26 per cento), unitamente agli interessi, senza applicazione di sanzioni, ed il relativo versamento va effettuato entro il giorno 16 del secondo mese successivo alla cessione.

In caso di rimborso o scadenza dei titoli oggetto di investimento prima dei cinque anni, le somme conseguite vanno reinvestite negli strumenti finanziari citati entro 90 giorni.

Infine, la *“Legge di Bilancio 2019”, Legge 30 dicembre 2018, n.145*, intervenendo sui sopracitati *commi 88 ed 89*, ha previsto al *comma 210*, l'innalzamento della percentuale - dal 5 al 10% - dell'attivo patrimoniale da destinare agli investimenti qualificati.

E' da rilevare che tale misura, seppure apprezzabile per l'intento perseguito, scontando fortemente la postergazione del beneficio fiscale, - perché correlato a investimenti i cui rendimenti si realizzano con notevole ritardo rispetto all'anno di assunzione della delibera - perde quasi totalmente quel valore incentivante che era alla base della scelta adottata dal legislatore.

8.5 Piani Individuali di Risparmio - PIR

Come già detto, la “Legge di bilancio 2017” (*legge n. 232 del 2016, articolo 1, commi 88-114*) ha introdotto agevolazioni fiscali volte a incoraggiare investimenti a lungo termine (per almeno cinque anni) nelle imprese e in particolar modo nelle PMI, nonché per le persone fisiche attraverso i piani individuali di risparmio (PIR).

La disciplina dei PIR – Piani individuali di risparmio a lungo termine (*commi 100-114 della legge n. 232 del 2016*) prevede un regime di esenzione fiscale per i redditi di capitale e i redditi diversi percepiti da persone fisiche residenti in Italia, al di fuori dello svolgimento di attività di impresa commerciale, derivanti da investimenti detenuti per almeno 5 anni nel capitale di imprese italiane e europee, con una riserva per le PMI, nei limiti di 30mila euro all'anno e, comunque di complessivi 150mila euro. I piani di risparmio devono essere gestiti dagli intermediari finanziari e dalle imprese di assicurazione i quali devono investire le somme assicurando la diversificazione del portafoglio.

Il *decreto-legge n. 50 del 2017* ha modificato il regime fiscale applicabile nelle ipotesi di cessione degli investimenti prima del quinquennio; sono introdotti specifici obblighi informativi e documentali per gli investitori ed è disciplinato il regime di plusvalenze e minusvalenze. Sono allungati i termini per reinvestire le somme che derivano dalla cessione, prima del quinquennio, degli investimenti agevolati.

A seguito delle modifiche introdotte dal *decreto-legge n. 50 del 2017*, anche fondi pensione e Casse di previdenza possono accedere a tali strumenti ed alla relativa detassazione.

L'investimento nei PIR è dunque consentito anche alle Casse di previdenza ed ai fondi pensione, con l'applicazione del regime fiscale agevolato che ne prevede la detassazione; per i predetti Enti, gli investimenti nei PIR non sono sottoposti ai limiti quantitativi previsti dalla legge (destinazione agli investimenti qualificati in strumenti finanziari delle imprese di somme o valori per un importo non superiore, in ciascun anno solare, a 30.000 euro ed entro un limite complessivo non superiore a 150.000 euro).

In sostanza, si consente agli Enti di previdenza obbligatoria e ai fondi pensione di effettuare investimenti, fino al 5 per cento del loro attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente in investimenti qualificati nonché in piani di risparmio a lungo termine.

Infine, la “Legge di bilancio 2018” (*legge n. 205 del 2017, art. 1, comma 73*) ha previsto che gli Enti di previdenza e i fondi pensione - nell'ambito degli investimenti a lungo termine - possano investire somme, fino al 5 per cento dell'attivo patrimoniale, nell'acquisto di quote di prestiti o di fondi di credito cartolarizzati erogati o originati per il tramite di

piattaforme di prestiti per soggetti non professionali (c.d. peer to peer lending), gestite da intermediari finanziari, da istituti di pagamento ovvero da soggetti vigilati operanti sul territorio italiano in quanto autorizzati in altri Stati dell'UE.

La stessa legge ha inoltre ammesso tra le imprese nelle quali deve essere investito almeno il 70 per cento dei PIR anche le imprese che svolgono un'attività immobiliare (*legge n. 205 del 2017, art. 1, comma 80*).



Centro Studi Adepp

Via Barberini, 11
00187 Roma (RM)
Tel. +39 06 36089720