

Il ruolo degli investitori istituzionali: investimenti nell'economia reale, regolamentazione e modalità di tassazione

Mauro Marè

Audizione presso la Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale

novembre 2021



2 Casse di previdenza Investimenti domestici e non domestici (milioni euro)

	2019						2020					
	Domestici	% Non domestici	%	Totale	%	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%	
Attività												
Titoli di Stato	7.814	8,1	7.386	7,7	15.201	15,8	7.939	7,9	7.843	7,8	15.781	15,7
Altri titoli di debito	845	0,9	4.559	4,7	5.404	5,6	752	0,7	3.543	3,5	4.295	4,3
Titoli di capitale	4.423	4,6	3.650	3,8	8.073	8,4	4.408	4,4	2.687	2,7	7.095	7,0
OICVM	1.602	1,7	25.309	26,4	26.910	28,0	1.616	1,6	28.268	28,1	29.884	29,7
Altri OICR	15.206	15,8	5.197	5,4	20.403	21,3	15.460	15,4	5.720	5,7	21.181	21,0
- di cui: fondi immob.	13.555	14,1	1.488	1,6	15.043	15,7	13.608	13,5	1.267	1,3	14.875	14,8
Immobili	4.412	4,6	-	-	4.412	4,6	4.179	4,1	-	-	4.179	4,1
Part. in società immob.	528	0,5	-	-	528	0,5	521	0,5	-	-	521	0,5
Totale	34.830	36,3	46.101	48,0	80.931	84,3	34.876	34,6	48.061	47,7	82.937	82,4
Liquidità					6.736	7,0					8.297	8,2
Polizze assicurative					582	0,6					591	0,6
Altre attività					7.707	8,1					8.888	8,8
Totale attività					95.955	100,0					100.712	100,0
Per memoria:												
Investimenti immob.	18.495	19,3	1.488	1,6	19.983	20,8	18.309	18,2	1.267	1,3	19.575	19,4
- immobili	4.412	4,6	-	-	4.412	4,6	4.179	4,1	-	-	4.179	4,1
- fondi immobiliari	13.555	14,1	1.488	1,6	15.043	15,7	13.608	13,5	1.267	1,3	14.875	14,8
- part. in società immob.	528	0,5	-	-	528	0,5	521	0,5	-	-	521	0,5

Per gli OICVM, la ripartizione tra componente domestica e non domestica è quella relativa ai titoli ad essi sottostanti (c.d. **look through**) ed è parzialmente stimata. Per i fondi immobiliari, si è fatto riferimento all'ubicazione degli immobili in portafoglio; per gli altri OICR, tale ripartizione è basata sulla domiciliazione dei fondi stessi.

2. Casse: investimenti domestici e non domestici Casse

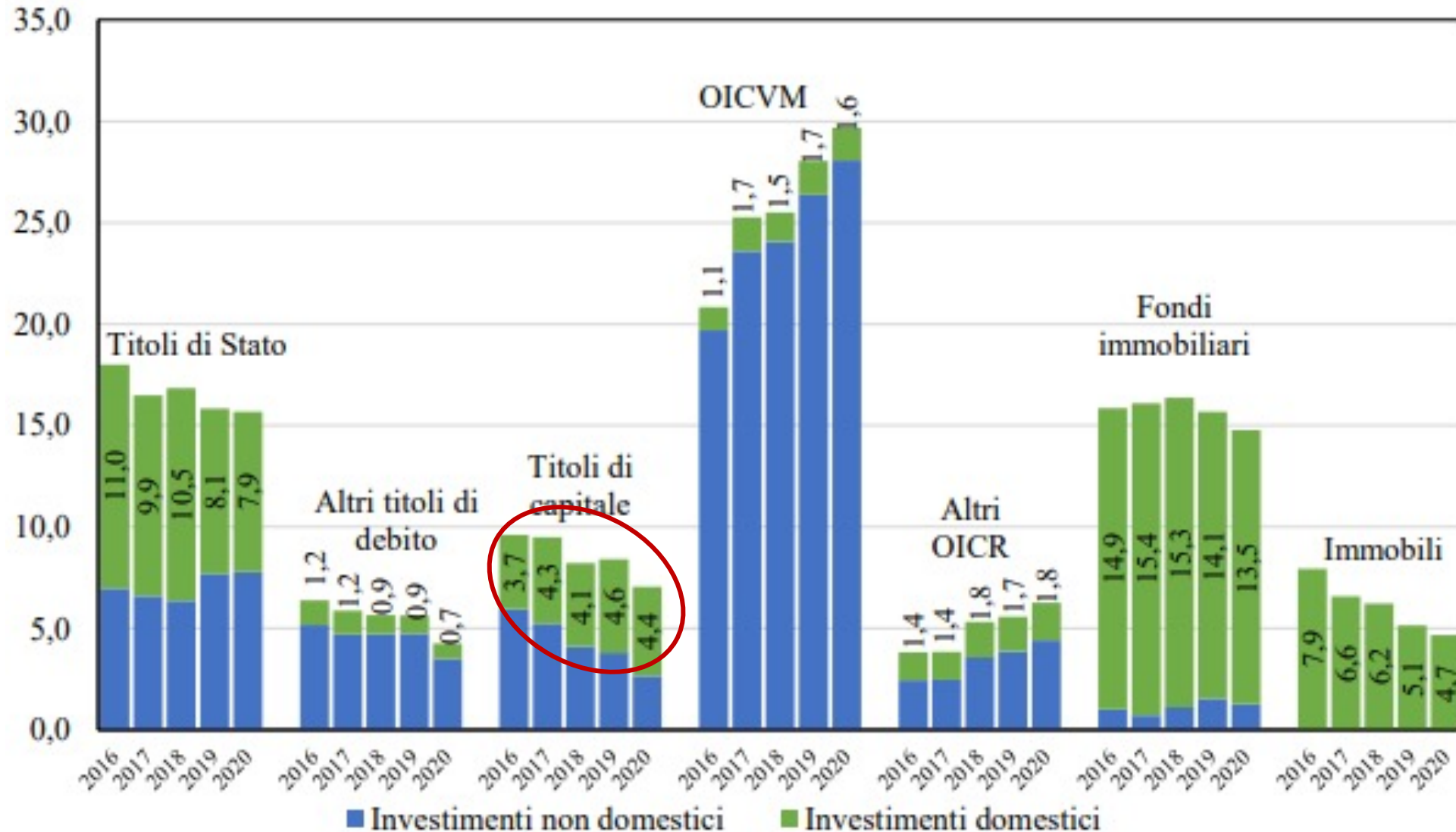
Investimenti domestici pari a 34,9 mld. € (34,6% del totale)

- in **diminuzione di 1,7 punti** percentuali rispetto al 2019
- Predominanti gli **investimenti immobiliari** (17,6% del totale) e i **titoli di Stato** (7,9% del totale)
- **Titoli di capitale 4,4%**

Investimenti non domestici pari a 48 mld. € (47,7% delle attività)

- invariati rispetto al 2019

2 Casse investimenti domestici e non domestici periodo 2016-2020 (dati di fine anno; valori in percentuale delle attività totali)



C

^S Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili".

3. Fondi pensione Investimenti domestici e non domestici (dati di fine anno; importi in milioni di euro)

	2019						2020					
	Domestici	% Non domestici	%	Totale	%		Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%
Attività e passività												
Titoli di Stato	30.897	20,6	29.557	19,7	60.454	40,2	28.388	17,5	31.859	19,7	60.247	37,2
Altri titoli di debito	2.791	1,9	23.735	15,8	26.525	17,7	3.165	2,0	27.410	16,9	30.574	18,9
Titoli di capitale	1.562	1,0	26.833	17,9	28.395	18,9	1.445	0,9	30.327	18,7	31.772	19,6
OICVM	1.804	1,2	17.699	11,8	19.503	13,0	2.143	1,3	19.371	12,0	21.514	13,3
Altri OICR	1.656	1,1	1.032	0,7	2.689	1,8	2.013	1,2	1.497	0,9	3.510	2,2
- di cui: fondi immob.	1.331	0,9	188	0,1	1.519	1,0	1.611	1,0	211	0,1	1.823	1,1
Immobili	1.489	1,0	-	-	1.489	1,0	1.162	0,7	-	-	1.162	0,7
Part. in società immob.	193	0,1	-	-	193	0,1	251	0,2	-	-	251	0,2
Totale	40.392	26,9	98.856	65,8	139.248	92,7	38.567	23,8	110.463	68,3	149.030	92,1
Liquidità					9.717	6,5					10.759	6,6
Polizze assicurative					1.842	1,2					2.094	1,3
Altre attività e passività					-551	-0,4					-57	..
Totale ANDP					150.256	100,0					161.826	100,0
Per memoria:												
Investimenti immob.	3.012	2,0	188	0,1	3.201	2,1	3.024	1,9	211	0,1	3.235	2,0
- immobili	1.489	1,0	-	-	1.489	1,0	1.162	0,7	-	-	1.162	0,7
- fondi immobiliari	1.331	0,9	188	0,1	1.519	1,0	1.611	1,0	211	0,1	1.823	1,1
- part. in società immob.	193	0,1	-	-	193	0,1	251	0,2	-	-	251	0,2

I dati si riferiscono ai fondi pensione negoziali, ai fondi pensione aperti, ai fondi pensione preesistenti e ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo; per i fondi pensione preesistenti, i dati sono relativi ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione. Nel totale del 2019 si include FONDINPS. Per gli OICVM, la ripartizione tra componente domestica e non domestica è quella relativa ai titoli a essi sottostanti (principio del **look-through**). Per quanto riguarda i fondi immobiliari e gli altri OICR, tale ripartizione è basata sulla domiciliazione in Italia dei fondi stessi.

3. Fondi pensione Investimenti domestici e non domestici

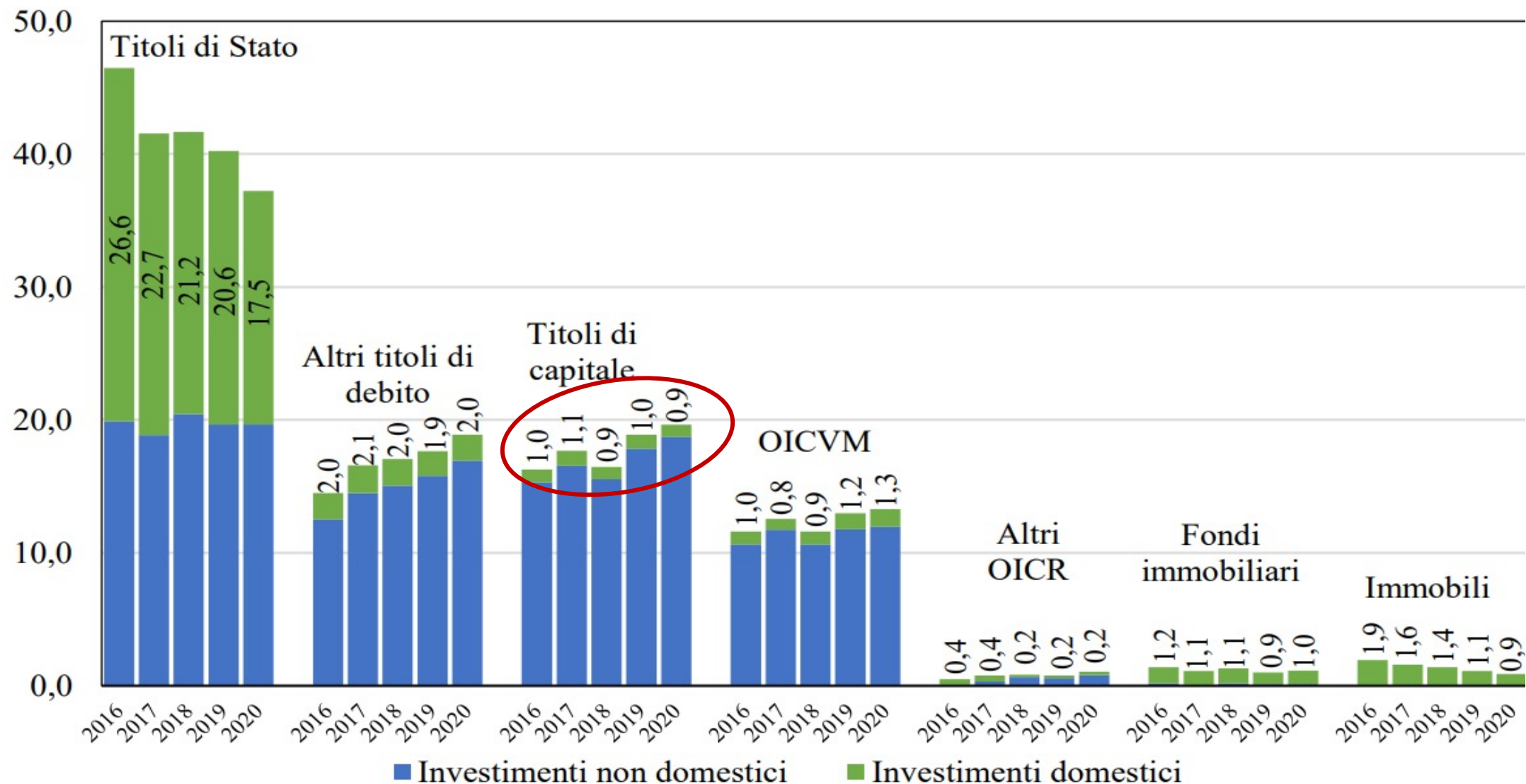
Investimenti domestici pari a 38,6 mld. € (23,8% del totale)

- in diminuzione di 3 p. p. rispetto al 2019; **titoli di capitale 0,9%**
- Predominanti i titoli di Stato (17,5% del totale)

Investimenti non domestici pari a 110 mld. € (68,3% delle attività),

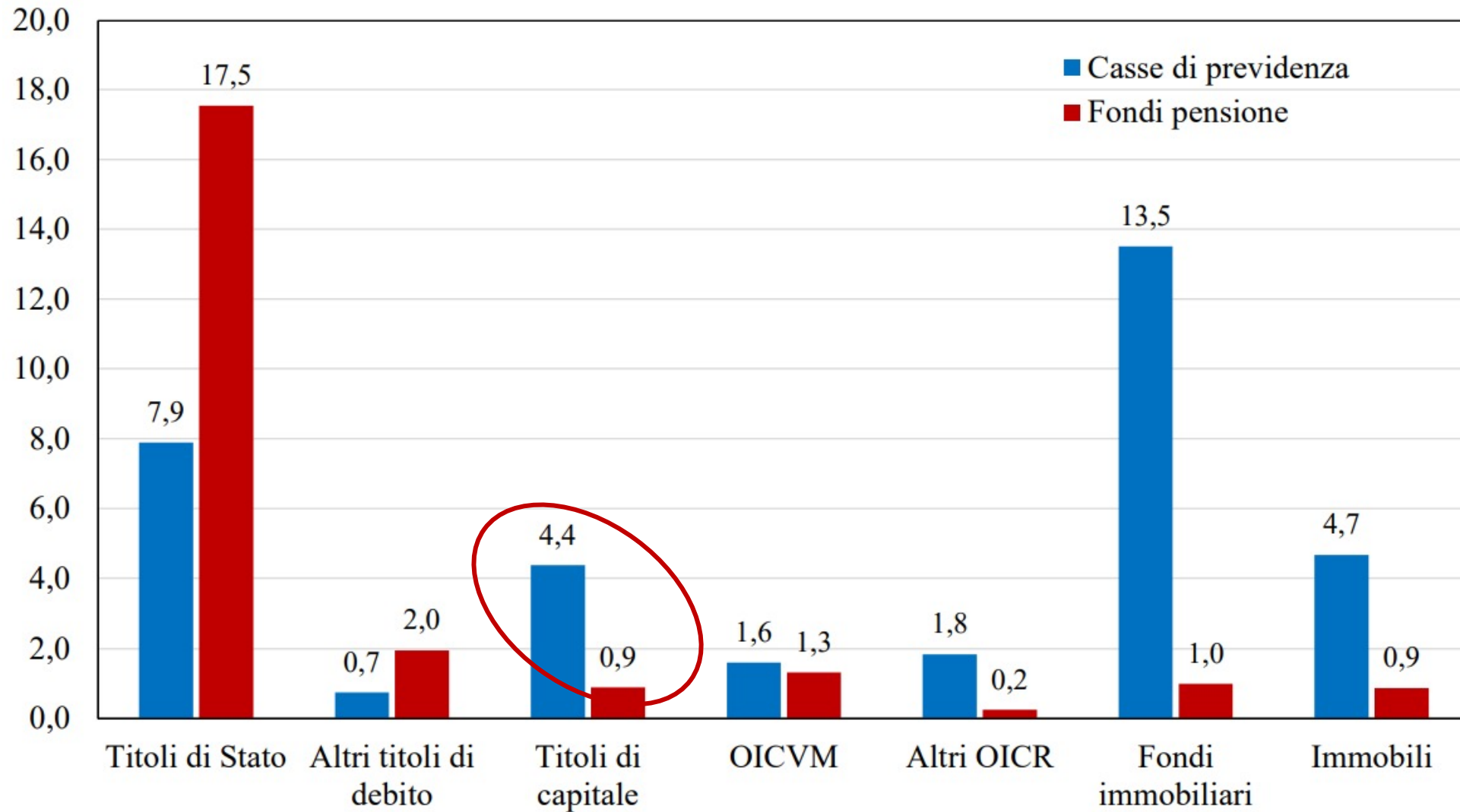
- in aumento di 2,5 p.p. rispetto al 2019

3. FP Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2016-2020, (dati di fine anno; valori in percentuale dell'ANDP)



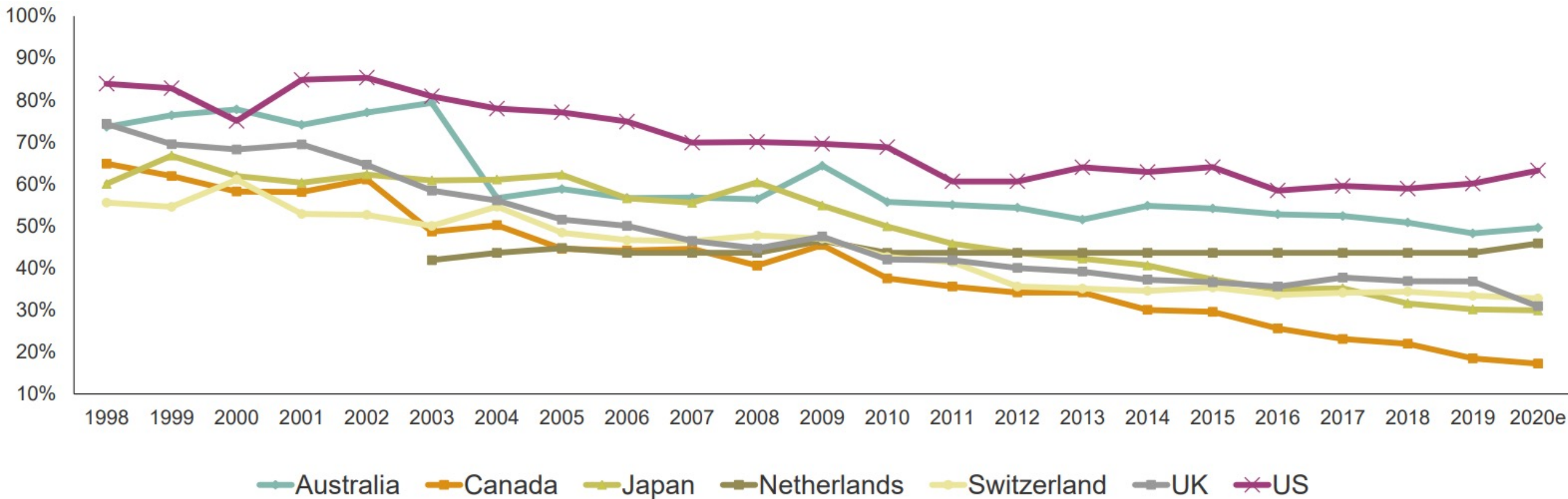
Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili".

4. Investimenti domestici (dati di fine 2020; valori in percentuale delle attività totali per le casse di previdenza e dell'ANDP per i fondi pensione)



Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili".

5. Home bias azionario (% sul totale esposizione azionaria)



Source: Thinking Ahead Institute and secondary sources

6 Perché non hanno investito?

Home bias fondi e casse molto contenuto: quali le ragioni?

- **Spessore mercati finanziari:** IT vs. altri paesi OCSE avanzati
- **Peso mercato italiano modesto nei benchmark globali**
- **Domanda e offerta** risorse

6 Perché non hanno investito?

Domanda risorse

- **ragioni storiche** e culturali
- **dimensione imprese**
- **natura familiare**, family ties...
- **non si quotano**,
- **Realizzabilità progetti**

6 Perché non hanno investito?

Ma anche offerta risorse

- **Pregiudizio** iniziale
- **Capacità gestione finanziaria**
- **Governance investitori** (requisiti, professionalità, compensi, fees gestori,)
- Preferenza elevata liquidità
- **Credibilità e realizzabilità progetti** (vincoli amministrativi, ecc.)

7 Che fare?

- Chiedere agli investitori istituzionali un **contributo per la crescita** economia italiana; governo può **indicare settori strategici e promuoverne la realizzabilità** (digitale, energia, sanità,)
- **Necessità veicolo ad hoc: fondo di investimento autonomo** per far affluire risorse economia reale
- Vantaggi iniziative **consortili rispetto a singole: vantaggi approccio comune su costi, capacità di investimento e portafoglio**
- cautela con le **garanzie** (chi paga?) e possibili rischi politici

8 La regolamentazione degli investimenti delle Casse

Emanazione **decreto sugli investimenti** atteso «entro 6 mesi» (art. 14, comma 3, decreto legge 98/2011)

«Il Ministero dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministero del lavoro e delle politiche sociali e sentita la COVIP, detta disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti di interessi e di banca depositaria, tenendo anche conto dei principi di cui agli articoli 6 e 7 del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 25

Si è partiti con il **DM 166/2014 relativo agli investimenti dei fondi pensione**

Consultazione pubblica MEF su decreto Casse del 14 novembre 2014

8 La regolamentazione degli investimenti delle Casse

Aspetti importanti

- a. **regolamentazione del processo di investimento**, formalizzando nel «Documento sulla politica degli investimenti» (art. 7) gli **obiettivi** investimenti, le **modalità di attuazione** e i **controlli**
- b. indicazione **criteri per l'esercizio dei diritti di voto**, come ora la disciplina shareholder rights 2 richiede ai fondi pensione, ma non alle casse

Che fare con i limiti (vincoli) quantitativi? Sono necessari?

- Possibili rigidità...
- dati evidenziano che la **struttura dei portafogli è sostanzialmente in linea** con i limiti agli investimenti

8 La regolamentazione degli investimenti delle Casse

Che fare adesso dopo 7 anni?

- **Autoregolamentazione proposta da Adepp**
- **Adozione su base volontaria** del Documento sulla politica degli investimenti
- Adozione del Regolamento sulla gestione finanziaria richiesto dai Ministeri vigilanti

9 I possibili criteri di tassazione e gli effetti economici

2 approcci diversi di tassazione nella Scienza delle finanze

- a) **reddito come entrata (comprehensive income tax)**: prelievo generale ed omogeneo su tutte le fonti del reddito, indipendentemente dall'uso

- b) **reddito come spesa (expenditure tax)**: esentare risparmio e tassare solo la spesa

esenzione del risparmio : possibili effetti positivi su efficienza, investimenti e crescita economica

Imposta sulla spesa: molti pregi teorici, però difficoltà ad applicarla concretamente; esenzione risparmio permette **neutralità fiscale tra consumo presente e futuro**

9 criteri di tassazione ed effetti economici

Trade off efficienza/equità: tassazione agevolata (incentivi fiscali) potrebbe avere **effetti regressivi** (adesioni crescono al crescere del reddito, ...); incentivi producono poi **perdita gettito**

Altra domanda potrebbe essere perché **esentare solo il risparmio previdenziale?**

Tassazione agevolata risparmio ha effetti su **life-cycle e generational accounting**: se aderiscono solo over 45, agevolazioni hanno effetti su distribuzione ricchezza tra le varie coorti di età, favorendo le coorti più forti e protette

Importanza per equità generazionale che aderiscano anche i più giovani (oppure meccanismo di copertura pubblica)

10 Le possibili forme di tassazione del risparmio previdenziale

Il **risparmio previdenziale può essere tassato in 3 momenti:**

- a. quando datori e/o lavoratori **contribuiscono** ai fondi/casse
- b. quando maturano i guadagni dei fondi/casse (**rendimenti**)
- c. quando si **pagano le prestazioni**

10 Le possibili forme di tassazione del risparmio previdenziale

Le possibili forme di tassazione del risparmio previdenziale								
contributi	E	E	T	E	T	E	T	T
rendimenti	E	E	E	T	E	T	T	T
prestazioni	E	T	E	E	T	T	E	T
E = esente T= tassato								

Grafico 1

Le possibili forme di tassazione del risparmio previdenziale

		<i>expenditure tax</i>			<i>comprehensive income tax</i>			
contributi	E	E	T	E	T	E	T	T
reddito e cg	E	E	E	T	E	T	T	T
prestazioni	E	T	E	E	T	T	E	T
E = esente T= tassato								

11 Le modalità di tassazione attuali

Fondi pensione

- a. deducibilità contributi
- b. tassazione rendimenti finanziari al **maturato** (aliquota 20%)
- c. **tassazione agevolata prestazioni**: in alcuni casi il 23%; di solito, dopo 15 anni di permanenza – 0,30% all'anno, quindi dal 15% fino al 9%

Casse di previdenza

- a. deducibilità dei contributi
- b. tassazione rendimenti finanziari al **realizzato** (con aliquota particolare 26%)
- c. **tassazione prestazioni con aliquote marginali**

Un esempio per capire effetti e implicazioni diverse modalità

	I sistemi di tassazione dei fondi pensione							
	1	2	3	4	5	6	7	8
	EET	TEE	TTE	ETT	EEE	TTT	ETE	TET
	ET	ET	CIT	CIT				
	expenditure tax	expenditure tax	comprehensive IT	comprehensive IT				
contributi	100	100	100	100				
imposta contributi	-	-25	-25	-				
asset fondi	100	75	75	100				
rendimenti (netto imposta)	61	46	33	44				
valore fondo finale	161	121	108	144				
al pensionamento								
imposta prestazioni lorde	-40	-	-	-36				
pensione netta	121	121	108	108				
net present value tax	25	33,14	25	33,14				

11 Le modalità di tassazione attuali

i primi 4 sistemi sono equivalenti: **EET = TEE** e **TTE = ETT**

1. Prima e seconda modalità (EET e TEE) realizzano **imposta sulla spesa**. EET imposta spesa “pura” mentre TEE “pre-paid expenditure tax”
2. EET è la migliore perché **esenta il risparmio**
3. **Delega fiscale**: c’è una chiara opzione per modalità con **dual income tax**: tassare con aliquota proporzionale i redditi da capitale (finanziari) e con aliquota marginale (progressiva) gli altri redditi

12 Le opzioni di riforma

- 1. Applicare EET a fondi pensione e casse:** stima costi gettito
(Casse 5 milioni per 1 punto aliq.: da 26 a 20% = 30 milioni euro; da 26 a 0 = 130 mil.? per FP più elevato)
- 2. Almeno ridurre la tassazione dei rendimenti delle casse dal 26% al 20% (e oltre) anche per arrivo PEPP che avranno EET**
- 3. evitare duplicazioni di imposta:** la tassazione marginale delle prestazioni delle Casse dovrebbe scorporare la parte già tassata sui rendimenti
- 4. Caveat: tassare al marginale le prestazioni dei fondi pensione sarebbe disastroso:** ci sarebbe una fuga dai fondi pensione e blocco adesioni, i giovani non aderirebbero più (e TFR in azienda??)... Prevedere riduzione ad hoc (50% in funzione anni permanenza nel fondo?)