

di Michele Tronconi

Investimenti in infrastrutture¹

In questi anni di crisi economica il risparmio previdenziale ha dimostrato un'eccessiva "preoccupazione per i rendimenti di breve periodo", quasi rinunciando a "guardare al lungo termine"². Indubbiamente, il prevalere di un atteggiamento conservativo è da attribuire alla complessità gestionale degli investimenti non tradizionali e alla mancanza di competenze specializzate. Senza dimenticare che la crisi ha avuto un pesante impatto sul clima di fiducia e sulla propensione al rischio, anche degli investitori meglio organizzati. Oggi s'impone, però, un cambio di passo; soprattutto da parte dei Fondi Pensione Negoziati, rappresentati da Assofondipensione, aumentando la capacità di gestione diretta e di controllo dei rischi collegati a strumenti finanziari alternativi. Solo così, infatti, i nostri Fondi potranno assumere rilevanza distintiva, nell'ambito dell'economia nazionale, al pari di quanto già avviene nei Paesi da cui abbiamo voluto prendere esempio. È necessaria, quindi, una profonda riflessione. Da una parte, rischiamo di perdere un'opportunità, in termini di diversificazione e d'impiego redditizio del risparmio previdenziale; dall'altra, rischiamo di perdere l'occasione di essere utili al Paese e agli stessi lavoratori. Per dare un contributo a tale riflessione, con particolare riferimento agli investimenti infrastrutturali, risponderò qui a tre domande.

MU Perché utilizzare parte del risparmio previdenziale per finanziare le infrastrutture?

Prima di guardare al lato degli *impieghi* soffermiamoci, per un attimo, su quello delle *fonti*. Stiamo parlando di risparmio previdenziale, quindi il riferimento non è certo ai contributi obbligatori versati all'INPS che, secondo la logica a ripartizione che anima il nostro *Welfare State*, si trasformano immediatamente, quasi per intero, in prestazioni pensionistiche e assistenziali. Parliamo, invece, della previdenza complementare; quella che è alimentata da contributi volontari e che frutta prestazioni differite, secondo un criterio di capitalizzazione individuale. In Italia, questo tipo di previdenza, detta anche del *secondo pilastro*, ha preso avvio grazie alle innovazioni normative avvenute negli ultimi vent'anni, che hanno consentito di disporre anzitempo del TFR maturando, da parte del singolo lavoratore; ciò, al fine precipuo di costruirsi una pensione integrativa. Per inciso, questo significa che il sistema delle imprese, in Italia, ha perso (in parte) una tipica fonte interna di finanziamento, restando, in molti casi, con un'accresciuta necessità di ricorrere a mezzi di terzi. La gestione di queste risorse provenienti dal TFR può essere svolta tramite un tipico contratto assicurativo, sottoscritto dal singolo lavoratore, scontando un onere commissionale che è fonte di guadagno per la compagnia assicurativa. Tale tipo di onere, tuttavia, può essere ridotto o più che compensato attraverso fondi mutualistici, organizzati dalle rappresentanze delle imprese e dei lavoratori. Si tratta dei Fondi Pensione Negoziati che sono appunto

rappresentati da Assofondipensione; questi fondi sono solitamente circoscritti nell'ambito di un determinato settore merceologico (o un territorio), per cui si parla di Fondi Chiusi, e hanno la particolarità di essere alimentati non solo dai contributi dei lavoratori che scelgono di devolvere, in tutto o in parte, il loro TFR maturando, ma anche da parte delle imprese, sulla base di impegni sottoscritti e aggiornati via *ccnβ*.

Oggi, la nostra associazione riunisce e rappresenta 34 Fondi Pensione, cui sono iscritti circa 2 milioni di aderenti, con quasi 34 miliardi di euro di risparmio amministrato (*i dati si riferiscono al terzo trimestre 2013*). Come vengono impiegati questi soldi? L'ultima relazione annuale della COVIP, la Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione, indica che la parte del leone è tuttora svolta dai Titoli di Stato, anche se non solo italiani, con una quota complessiva del 60% rispetto al totale. Seguono le azioni societarie, per lo più di grandi imprese quotate, e le obbligazioni emesse dal medesimo tipo d'impresa, per un totale pari al 27%.

Gli investimenti meno tradizionali passano attraverso la sottoscrizione di quote di fondi OICR – Organismi d'Investimento Collettivo del Risparmio, lettera m) art. 1 TUF – per una quota di poco inferiore all'8%; a loro volta essi investono in attività mobiliari e anche immobiliari. Allo stato attuale la percentuale d'investimenti

(1) Il presente articolo costituisce una sintesi dell'intervento al convegno annuale dell'Osservatorio su I Costi del Non Fare, tenutosi a Milano il 3 dicembre 2013, dal titolo "Infrastrutture del futuro: verso un nuovo modello di sviluppo. Priorità, tecnologie, norme e finanziamenti" – www.costidelnonfare.it

(2) Relazione Annuale COVIP 2012.

(3) Una contribuzione, questa, che viene a mancare nel caso il lavoratore opti per un piano pensionistico individuale (PIP), per cui, a parità di contributi capitalizzati e di rendimento, il montante netto a favore del sottoscrittore sarà sempre più alto per tramite di un Fondo Pensione Negoziato, che non tramite una polizza assicurativa. Senza dimenticare che il trattamento fiscale, soprattutto dopo il "Decreto IMU" del 31/08/2013, è nettamente a favore della previdenza integrativa d'origine negoziale.

infrastrutturali, per quanto attiene i Fondi Pensione italiani, non risulta rilevante; anzi, non risulta affatto presente. Un inciso per quanto riguarda l'orizzonte temporale degli investimenti effettuati dai Fondi Pensione Negoziati; se si considera quelli con scadenza predeterminata (titoli di stato e bond), che sono nettamente prevalenti, essendo il 70% del totale, la *duration* media è di 3,8 anni. Tale valore rende bene l'idea di quale sia il baricentro del risparmio previdenziale, indubbiamente molto distante dall'ottica di lungo periodo che costituisce, però, la sua finalità funzionale.

Veniamo, così, alla domanda vera e propria. Diamo per assodato che gli investimenti pubblici nelle infrastrutture rappresentino uno dei motori essenziali per la crescita del PIL. Ciò, anche se gli economisti non sono d'accordo sul grado di elasticità e sui tempi con cui quest'ultimo reagisce all'aumento degli investimenti infrastrutturali. Il nostro Paese si caratterizza, purtroppo, per un *gap* crescente rispetto agli altri Paesi dell'Unione Europea. Questo soprattutto a causa dell'elevato *stock* del nostro debito pubblico, che si è ripercosso più sulla spesa per investimenti che sulla spesa corrente. Ricordo, infatti, che la spesa pubblica per investimenti ha registrato un abbassamento da oltre il 3% a poco più del 2% del PIL, all'inizio degli anni novanta, quando si avviò una prima fase di risanamento delle finanze pubbliche, finalizzate all'entrata nell'euro. Dopo di allora l'incidenza della spesa infrastrutturale si è stabilizzata nell'intorno del 2% del PIL, mentre la media di riferimento per l'area dell'euro è stata del 2,5%. Per dare un dato puntuale, nel 2010 la spesa è stata di quasi 32 miliardi di euro, pari al 2,1% del PIL, di cui oltre 23 miliardi sono stati erogati dalle Amministrazioni Locali⁴. È del tutto evidente che se il problema è d'ordine finanziario e, al contempo,

riguarda la perimetrazione della spesa pubblica, visiti i suoi immediati riflessi sugli indicatori che misurano la coerenza della nostra partecipazione alla moneta comune, come il rapporto Debito/PIL, la soluzione deve essere trovata, sia in nuove fonti di finanziamento, sia in un maggior coinvolgimento dei privati, nella realizzazione delle opere infrastrutturali (partenariato pubblico-privato, o PPP). È su entrambi questi fronti che può entrare in scena, in qualche misura, il risparmio previdenziale. Cito, a tal proposito, un estratto della relazione COVIP per l'anno 2008, cioè proprio agli inizi della grande crisi in cui, purtroppo, siamo tuttora avviluppati: *"Nel quadro di politica economica definito dal Governo per il rilancio dell'attività produttiva una rapida espansione dell'attività dei fondi pensione potrebbe consentire di destinare una parte importante del risparmio dei lavoratori al rafforzamento della base produttiva del Paese. Vista l'ottica di lungo periodo che caratterizza gli investimenti dei fondi pensione si potrebbe valutare la possibilità di indirizzare, a determinate condizioni, parte delle loro risorse al finanziamento di infrastrutture, di cui il Paese è carente, e di piani regionali di sviluppo. Lo sviluppo dei fondi pensione potrebbe contribuire a dare impulso a progetti imprenditoriali basati su tecnologie altamente innovative, che richiedono forme di finanziamento diverse dal tradizionale credito bancario"*.

Ragionando in termini generali, gli investimenti infrastrutturali possono ben adattarsi alle esigenze dei Fondi Pensione, per i seguenti motivi:

- Permettono una diversificazione e una decorrelazione rispetto agli *Asset Class* più tradizionali (*equity e bond*);
- Consentono una minore correlazione al ciclo economico complessivo e, al contempo, permettono un impulso anticiclico a favore dell'economia in generale;
- Permettono una certa protezione

dal processo inflattivo, con buone possibilità di rendimento;

- Offrono una certa stabilità e prevedibilità dei flussi di cassa, connessa alla regolarità dei ricavi dei progetti infrastrutturali;
- Sono coerenti con l'orizzonte temporale di lungo periodo delle prestazioni che devono essere erogate (*cash-flow matching*).

Per contro, non dobbiamo dimenticare alcuni vincoli imposti dalle finalità previdenziali, che valgono per qualsiasi investimento alternativo rispetto all'impiego sui mercati mobiliari, caratterizzati da negoziazioni continue. Innanzitutto, i Fondi Pensione non possono finanziare la singola opera infrastrutturale, ma possono partecipare al suo finanziamento per tramite di un *veicolo* – tipicamente un fondo chiuso – che consenta di ripartire e gestire i rischi connessi ai singoli progetti d'investimento. Tra questi, il primo da fronteggiare è il rischio di liquidità, legato alla difficoltà di vendere un *asset* in qualsiasi momento, così come la ridotta possibilità di determinarne il suo *fair value*. Infine, non va sottovalutato il problema del possibile conflitto d'interesse tra *sponsor* dei singoli Fondi Pensione Negoziati, che possono tendere a privilegiare quei percorsi d'impiego che consentano un ritorno sui territori, o sui settori merceologici che, in prima istanza, hanno generato le risorse finanziarie da investire⁵. I problemi da affrontare, quindi, non sono pochi; la vera questione, tuttavia, non è "se" intraprendere la strada degli investimenti alternativi, comunque alla portata dei nostri Fondi Pensione, ma "come".

(5) Riportando i flussi di TFR lì dove sono stati generati, quindi ricreando un problema di concentrazione del rischio che la previdenza complementare ha cercato di risolvere, senza che la politica riuscisse a risolvere il problema finanziario creato a carico delle imprese, rimaste orfane dell'autofinanziamento implicito nel TFR.

(4) Balassone F. e Altri, L'efficienza della spesa per infrastrutture. In Seminari e convegni, Banca d'Italia, numero 10, giugno 2012.

MU Che cosa succede all'estero?

In tutta Europa la crisi finanziaria ha ridotto la capacità del settore finanziario di indirizzare i risparmi verso gli investimenti a lungo termine, creando un clima d'incertezza e di avversione al rischio. Ciò in particolare negli Stati in difficoltà finanziarie, come il nostro, compromettendo la capacità delle banche di concedere prestiti a lunga scadenza. La prima questione da verificare è se la forte dipendenza dall'intermediazione bancaria, anche per gli investimenti a lungo termine, possa lasciar spazio a un ventaglio diversificato di operatori, capaci di incanalare e gestire le risorse provenienti dagli investitori istituzionali, tra cui i Fondi Pensione. Altro fattore da considerare è se la recessione economica continuerà a orientare le strategie degli investitori in un'ottica solo di breve periodo, perché considerata come più prudente. L'esposizione media di tutti gli investitori istituzionali verso attività infrastrutturali resta, infatti, molto modesta rispetto all'effettivo fabbisogno.

Ricordo, qui, quanto recentemente sottolineato dal Professor Bassanini, presidente della Cassa Depositi e Prestiti: *"In un contesto in cui il sistema bancario fatica a sostenere iniziative oltre il medio termine (anche per effetto della regolazione prudenziale e contabile irrigidita dopo la crisi) e l'offerta di credito si contrae e comunque risulta assai più costosa, la realizzazione di investimenti infrastrutturali non può prescindere dal coinvolgimento di investitori di lungo termine, come i fondi pensione, le assicurazioni, i fondi sovrani e le grandi banche di sviluppo – la Banca Europea degli Investimenti, la tedesca KfW, la francese CDC, l'olandese APG, la polacca PKO, la spagnola ICO e la nostra Cassa depositi e prestiti. Si tratta di una sfida molto significativa se si considera che attualmente solo il 2% degli impieghi di questi investitori istituzionali è dedicato al finanziamento di*

*progetti infrastrutturali. Perché il loro potenziale possa dispiegarsi pienamente fino a coinvolgere gradualmente almeno un 10% dei loro impieghi, occorrono regole, strumenti e incentivi che aumentino l'attrattività degli investimenti di lungo termine"*⁶.

Passando a un'ottica globale, l'OCSE stima che il fabbisogno infrastrutturale mondiale complessivo nel 2030 sarà di circa 50 mila miliardi di dollari. La sfida per molti Paesi, non solo emergenti, sta in come finanziare queste necessità. A livello globale, negli ultimi 10-15 anni, i Fondi Pensione hanno aumentato gli investimenti nel settore infrastrutturale, proprio al fine di diversificare il proprio portafoglio, con investimenti a bassa correlazione con altri *asset* tradizionali. I primi investimenti in fondi infrastrutturali da parte dei Fondi Pensione sono avvenuti in Australia; successivamente, negli anni duemila, si sono sviluppati fondi infrastrutturali anche nel Nord America e nel Nord Europa. *AustralianSuper* ha attivato l'investimento in infrastrutture a metà degli anni novanta. Nel 2000 ha cominciato a investire all'estero e nel 2005 ha deciso di co-investire insieme ad altri fondi infrastrutturali. A fine 2010 circa il 13% del suo patrimonio totale era destinato a investimenti infrastrutturali. I fondi pensione di dimensioni maggiori in Australia, come *Unisuper*, *Victorian Funds Management Corporation*, *Motor Traders Association of Australia*, *Superfund* e il *Military Superannuation fund*, stanno spingendo per investire direttamente o co-investire in infrastrutture. In Canada, molti Fondi Pensione sono investitori molto attivi nel mercato delle infrastrutture. Nel corso degli anni, sono stati in grado di acquisire le conoscenze, le competenze e le risorse per investire direttamente in infrastrutture creando, al proprio interno, strutture specializzate nell'*asset* e nel *risk*

management. Attualmente sono in grado sia di co-investire, sia di assumere ruoli importanti in consorzi, in competizione con altri fondi e *sponsor* finanziari per il lancio dei progetti. Per esempio, il fondo *Ontario Municipal Employees' Retirement System*, a dicembre 2010, aveva allocato il 15,5% del totale delle proprie risorse in gestione in infrastrutture con allocazioni *target* superiori al 20%. Il Fondo *Ontario Teachers' Pension Plan* ha iniziato nel 2001 a inserire in portafoglio investimenti in infrastrutture e attualmente effettua investimenti in aeroporti, gasdotti, sistemi di produzione di energia elettrica, acqua e sistemi di distribuzione di gas naturale. Il fondo pensione *OPTrust* nel 2006 creò all'interno della propria struttura un *team* dedicato all'investimento in infrastrutture; a fine 2010 poco meno del 5% del totale degli *asset under management* era investito in infrastrutture. Nel nord Europa i fondi pensione hanno solo recentemente iniziato a investire parte delle risorse in infrastrutture; in particolare *APG*, *PGGM*, *USS*, *ATP* e *Varma* sono tra i maggiori investitori in infrastrutture. Le allocazioni di capitale sono ancora limitate (1-3% del portafoglio complessivo), anche se gli obiettivi d'investimento negli ultimi anni stanno gradualmente aumentando. Nel 2010 *APG Group* gestiva un patrimonio totale di circa 272 miliardi di euro, comprensivo degli *assets* di *ABP*, il più grande fondo pensionistico olandese. A dicembre 2010 l'ammontare investito in infrastrutture era di quasi 3 miliardi di euro. *Arbejdsmarkedets Tillaegs Pension (ATP)* è il più grande fondo pensione della Danimarca, con un totale attivo di oltre 399 miliardi di DKK nel dicembre 2010 e *assets* investiti in infrastrutture pari al 2,3% del portafoglio totale. *University Superannuation Scheme (USS)* è il secondo più grande fondo pensione del Regno Unito con un patrimonio al 31 marzo 2010 di oltre 30 miliardi di Sterline. *USS* ha iniziato a investire in infrastrutture nel 2005, incrementando gradualmente la

(6) Bassanini F., Il Finanziamento delle Infrastrutture e le Opportunità Offerte dalle Politiche di Cattura del Valore. ASTRID, Febbraio 2013.

quota di risorse investite in tale *asset class*. Nel 2010 il patrimonio allocato in infrastrutture ammontava a 797 milioni di sterline. Un'altra esperienza è decollata di recente, in Inghilterra, dove sei Fondi Pensione, ai quali se ne stanno unendo altri, hanno dato vita a un fondo di investimento specializzato in infrastrutture, denominato *Pension Infrastructure Platform*. Tuttavia, per quanto riguarda l'Unione Europea, esiste anche un problema di regolamentazione finanziaria che va meglio affrontato per consentire l'ingresso di un circolo virtuoso, tra risorse provenienti dal risparmio previdenziale e investimenti infrastrutturali. Cito ancora il Professor Bassanini: "Occorre ricalibrare le regole di CRD IV (Basilea III), Solvency II, IORP e IAS/IFRS. Non si tratta di abrogarle, o comunque di indebolire la loro efficacia come presidii della stabilità finanziaria futura, ma di cercare soluzioni che armonizzino le esigenze della stabilità finanziaria con quelle della crescita dell'economia reale e della coesione sociale, senza le quali la stessa stabilità finanziaria è fragile e non sostenibile nel tempo".

MU Quali sono gli ostacoli, in Italia? Come superarli o rimuoverli?

Nel contesto attuale in cui perdura la crisi economica e finanziaria, unita all'incertezza politica, è in corso un ampio dibattito circa l'opportunità che i Fondi Pensione Negoziali, nel rispetto della loro *mission* primaria che è quella di garantire un'adeguata pensione complementare agli iscritti, possano

orientare parte dei loro investimenti in modo da contribuire al sostegno dell'economia reale, coniugando investimenti finanziari e ricadute positive sul Paese. L'allocazione delle risorse dei fondi pensione è disciplinata dal d.m. 703/96, in corso di revisione. Il decreto individua i criteri che guidano la gestione del patrimonio: diversificazione degli investimenti; efficiente gestione del portafoglio; diversificazione dei rischi, compreso quello di controparte; contenimento dei costi di transazione e funzionamento del fondo. Esso stabilisce che i Fondi Pensione possano operare secondo due modalità; gestione indiretta o diretta. La gestione indiretta prevede che il Fondo Pensione conferisca a gestori specializzati, mediante dei bandi pubblici, tutte o parte delle risorse finanziarie a disposizione. In ambito di gestione diretta, invece, i Fondi Pensione possono detenere quote di Fondi Chiusi entro il limite totale del 20 per cento del patrimonio del Fondo Pensione e del 25 per cento del valore del singolo Fondo Chiuso. Come ho già ricordato, è soprattutto attraverso questo canale che il risparmio previdenziale potrebbe giungere a sostenere gli investimenti infrastrutturali. Va osservato, tuttavia, che la complessità gestionale degli investimenti non tradizionali e la mancanza di competenze specializzate e di *expertise* dedicate ha rappresentato un freno all'investimento diretto. La costruzione di modalità e/o servizi condivisi tra i Fondi Pensione, per approntare strumenti adeguati di investimento, consentirebbe di superare più agevolmente tali difficoltà, mettendo in comune le risorse finanziarie e le competenze necessarie.

Ed è proprio questo tipo d'intervento che è oggi allo studio di Assofondipensione, che sta valutando se svolgere solo un ruolo di rappresentanza, o anche di servizio attivo a favore dei Fondi aderenti. In qualsiasi caso la risposta non potrà che essere di tipo consortile, anche per favorire la partecipazione dei Fondi più piccoli, stimolando, per altro, un auspicabile processo di aggregazione. È una sfida per tutti, che ci viene imposta dal momento storico che stiamo vivendo; se l'economia del Paese non riuscisse a riprendersi, non sarebbe a rischio solo l'accumulazione in termini di *stock* di capitale, che favorisce per altro l'incremento della produttività totale dei fattori (PTF), ma sarebbe a rischio anche l'accumulazione del risparmio previdenziale. Perché la popolazione attiva finirebbe sottoposta a un maggior rischio di perdere il lavoro, o di lavorare per periodi intermittenti, automaticamente riducendo la contribuzione volontaria ai Fondi Pensione. Così le due cose sono strettamente legate, richiedendo che il risparmio previdenziale torni all'economia reale per innescare un circolo virtuoso, da cui tutti hanno da guadagnare. Se l'uscita dalla crisi negli anni trenta, prospettata da John M. Keynes, poggiava su di un moltiplicatore dei redditi, innescato dal *deficit spending*, oggi lo stesso tipo di moltiplicatore potrebbe meglio operare anche grazie a una diversa destinazione del risparmio previdenziale. Per far ciò, però, dobbiamo uscire dalla trappola del breve termine; rafforzando le nostre strutture gestionali e pretendendo regolamentazioni adeguate, nonché chiedendo allo Stato di tornare a fare il garante di ultima istanza.

(7) Ibidem.