OSSERVATORIO SUI BILANCI

Il bilancio delle casse previdenziali: linee guida sui crediti contributivi e passaggio alla contabilità Accrual

Analisi preliminare di impatto della contabilità Accrual

Claudio Teodori, Università di Brescia (Relatore)
Nicola Moscariello, Università della Campania L. Vanvitelli
Cristian Carini, Università di Brescia

Roma, 17 marzo 2026

Struttura dell'intervento

- Osservazioni preliminari e contesto di riferimento
- I criteri di valutazione e gli effetti sul bilancio
- Gli elementi di attenzione
- La simulazione
- Conclusioni

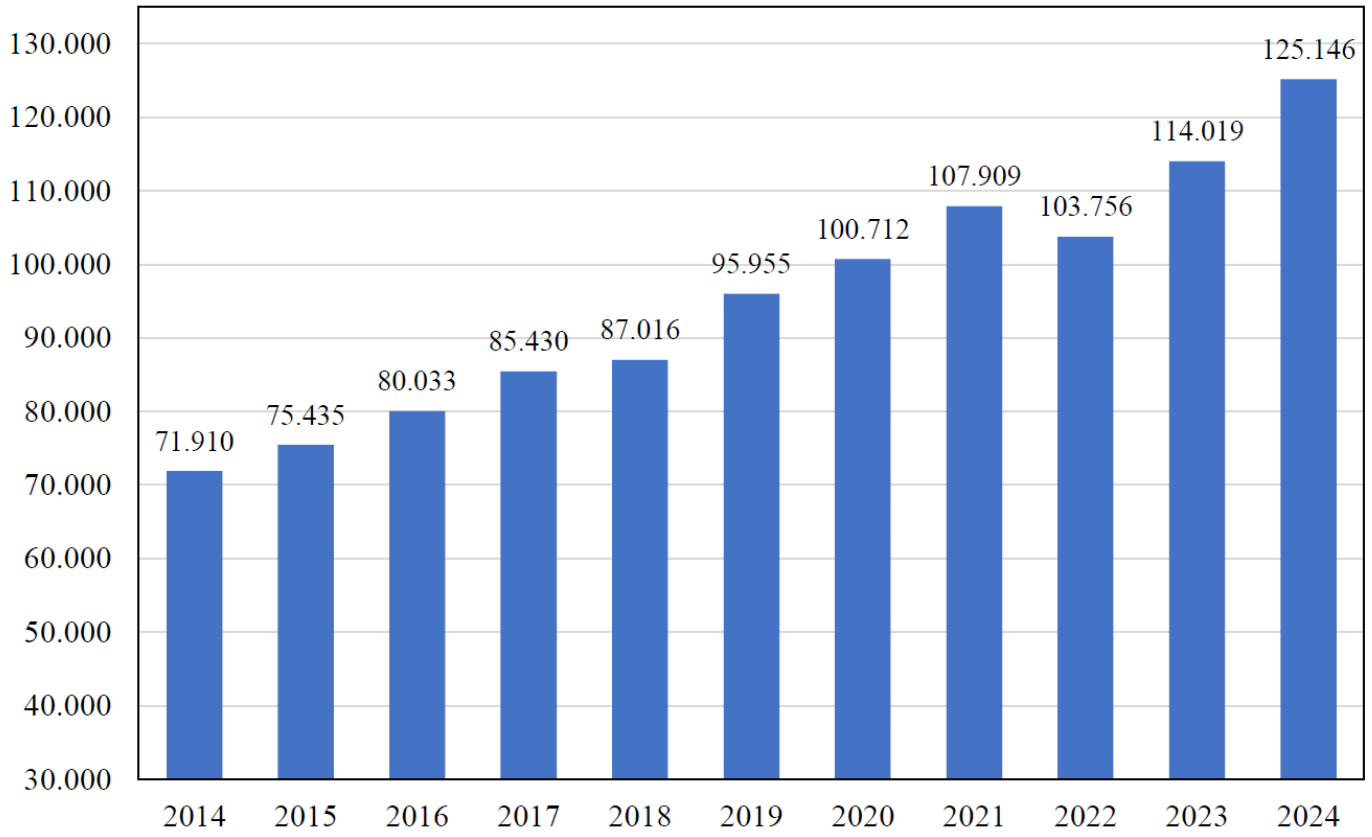
Osservazioni preliminari e contesto di riferimento

- Criteri di valutazione: costo e fair value
- Finalità istituzionale: prestazioni previdenziali future attraverso la gestione di contributi e investimenti
- Orizzonte temporale: lungo periodo
- Implicazioni orizzonte temporale: detenzione verso negoziazione
- Modello di gestione ed esigenze informative

Osservazioni preliminari e contesto di riferimento

- 22 Casse di previdenza (D.Lgs. 509/1994 e 103/1996)
- $CAGR_{10anni}$: 5,7%
- Crescita 2024: 9,8%
- Alta concentrazione: prime 5 Casse detengono il 75,7% dell'attivo complessivo

Attivo totale Casse di Previdenza



Fonte: COVIP

Osservazioni preliminari e contesto di riferimento

- Concentrazione OICR
- OICVM categoria principale
- Altri OICR: fondi immobiliari, private equity, infrastrutturali, private debt

Composizione aggregata dell'attivo

Categoria	Valore (mln €)	% sul totale
Depositi	7.387	5,9%
Titoli di Stato	20.745	16,6%
Altri titoli di debito	5.955	4,8%
Titoli di capitale	10.372	8,3%
OICVM	36.863	29,5%
Altri OICR	30.315	24,2%
Immobili	2.453	2,0%
Partecipazioni in società immobiliari	576	0,5%
Polizze assicurative	394	0,3%
Altre attività	10.087	8,1%
TOTALE ATTIVO	**125.147**	**100,0%**

Fonte: COVIP

Osservazioni preliminari e contesto di riferimento

- Riduzione del peso dell'immobiliare
- Incremento della componente obbligazionaria
- Crescita dei titoli di capitale
- Espansione significativa degli OICR

Netta prevalenza delle attività finanziarie sull'attivo complessivo, con ruolo centrale della gestione indiretta tramite OICR

I criteri di valutazione e gli effetti sul bilancio I 1

- Valorizzazione degli strumenti investiti
- Costo: maggiore stabilità e prudenza
- Fair value: variazioni di mercato e volatilità
- Potenzialità v/effettività

I criteri di valutazione e gli effetti sul bilancio | 2

- Confronto tra risultanze bilancistiche e tecnico-finanziarie
- Risultanze bilancistiche: contributi ricevuti, prestazioni erogate, risultati effettivi gestione investimenti
- Risultanze tecnico-finanziarie: proiezioni attuariali e analisi di sostenibilità a lungo termine
- Valori non realizzati nel risultato di periodo e nel patrimonio netto

I criteri di valutazione e gli effetti sul bilancio I 2.a

- Valori non realizzati nel risultato di periodo e nel patrimonio netto di entità contraddistinte da un business model di lungo periodo … …

"Institutional investors, particularly pension funds, life insurers and sovereign wealth funds, typically have long duration liabilities and consequently can consider investments over a long period [...] *The exemplary case are pension funds, which start collecting contributions when individuals enter the workforce and may only start paying benefits with the assets accumulated thirty to forty years later* [...] *The OECD therefore associates long-term investment by institutional investors with* ***'patient', 'productive' and 'engaged' profitable capital****."* (G20/OECD High-level principles of long-term investment financing by institutional investors)

I criteri di valutazione e gli effetti sul bilancio I 2.b

- Valori non realizzati nel risultato di periodo e nel patrimonio netto di entità contraddistinte da un business model di lungo periodo che non sembrano contribuire ad una migliore misurazione della performance né a ridurre l'incertezza nella stima dei futuri flussi di cassa

  *"**FVPL does not adequately depict the financial performance of long-term investors** […] as it increases volatility in the profit or loss statement and generates a mismatch between the liabilities and the assets that fund those liabilities" Ed ancora: "Fair value […] is an exit value using a market approach. **This disregards entity-specific expectations of cash flows or the entity's purpose and plans for holding the equity instrument*** (EFRAG TEG meeting, September 2019, Paper 04-02)

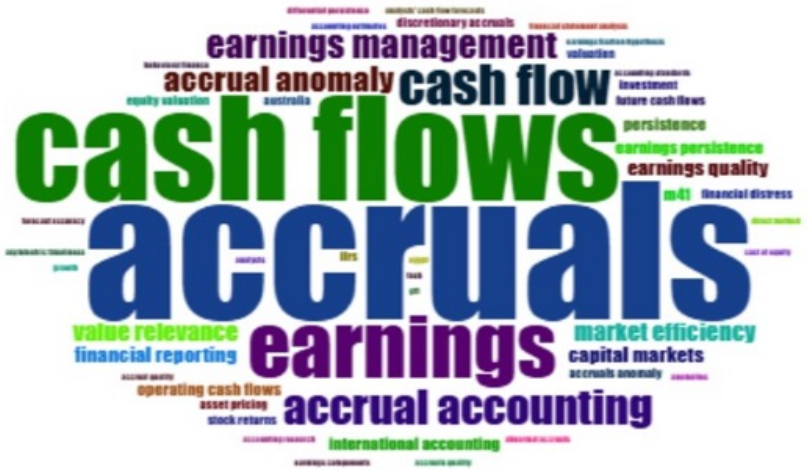
I criteri di valutazione e gli effetti sul bilancio I 2.c

- Valori non realizzati nel risultato di periodo e nel patrimonio netto di entità contraddistinte da un business model di lungo periodo che non sembrano contribuire ad una migliore misurazione della performance né a ridurre l'incertezza nella stima dei futuri flussi di cassa

  "EFRAG considers that the requirement to measure equity instruments at fair value through profit or loss may not reflect the business model of certain long-term investors […] "***It is possible that such entities*** [long-term investors] ***would have recourse to reporting alternative performance measures that are not based on IFRS in order to explain their performance***" (European Commission, Investment an Company Reporting, November, 2016)

Gli elementi di attenzione

- Impatto (e segno) della valutazione
- Potenziale disavanzo economico-finanziario da valori non realizzati
- Effetti sulla riserva legale
- Ruolo della nota integrativa



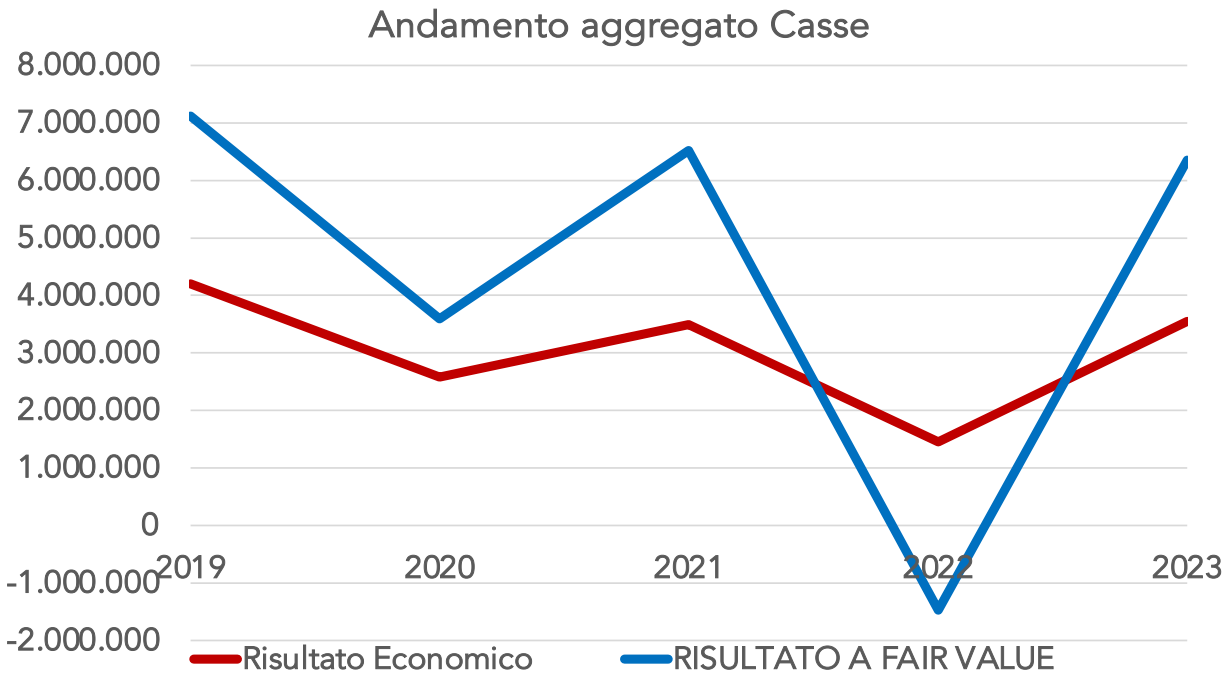
La simulazione: metodologia

- Analisi d'impatto sui bilanci 2019-2023
- Valutazione preliminare su tutte le Casse di previdenza
- Approfondimento su tre Casse di previdenza: ≈ 50% del totale attivo di settore / elevata disclosure dei bilanci
  - individuati gli strumenti finanziari probabilmente da valutare a fair value in accordo con Itas 11
  - individuato il fair value, come da informativa di bilancio
  - rettificate le plus/minus valenze da realizzo, impostazione OIC
  - rettificati gli eventuali fondi oscillazione titoli presenti nei bilanci approvati

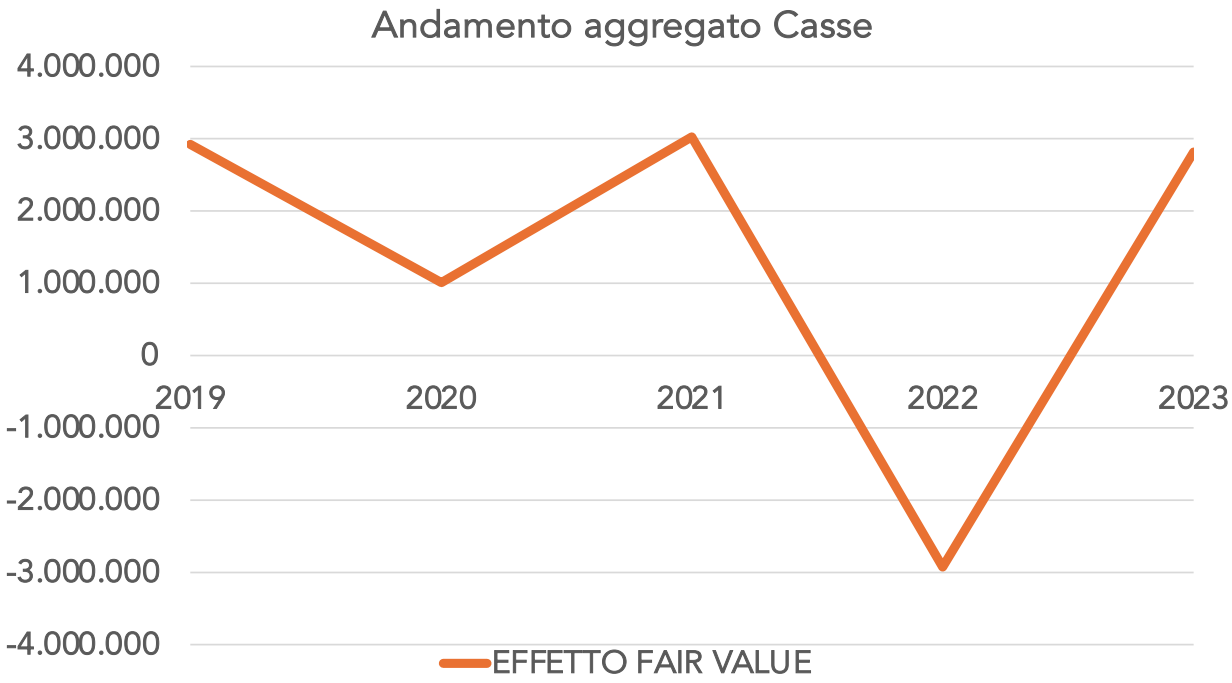
La simulazione: impatto da FV sul reddito aggregato del sistema

La valutazione a fair value amplifica significativamente le oscillazioni del risultato economico

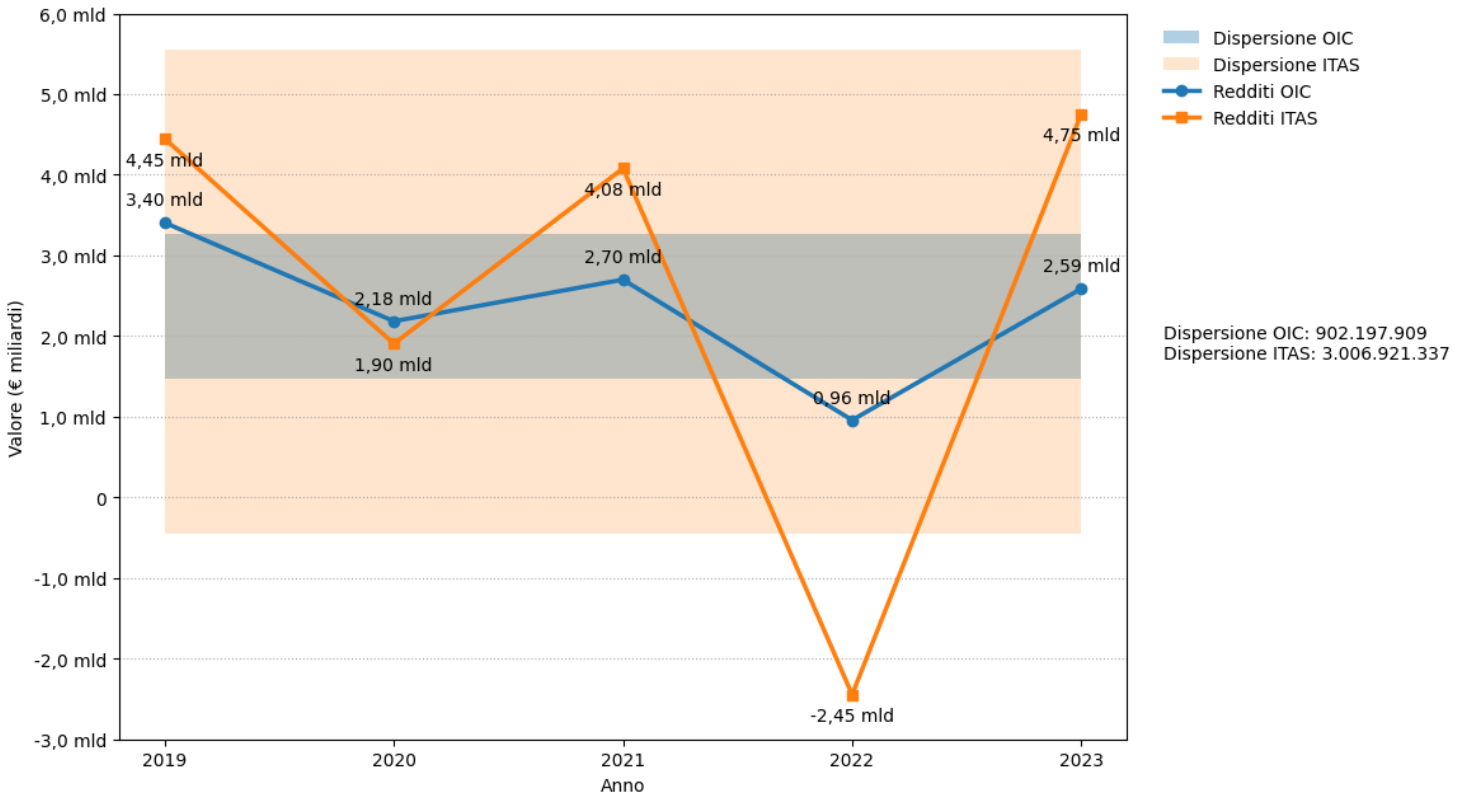
Indicatore	Risultato OIC	Risultato Fair Value
Valore massimo (/000)	≈ 4,2	≈ 7,1
Valore minimo (/000)	≈ 1,4	≈ -1,5
Range (max – min)	**≈ 2,8**	**≈ 8,6**
Range da F.V.A. ≈ 3 × Range OIC		



La simulazione: impatto da FV sul reddito aggregato del sistema



La simulazione: impatto da FV (campione)

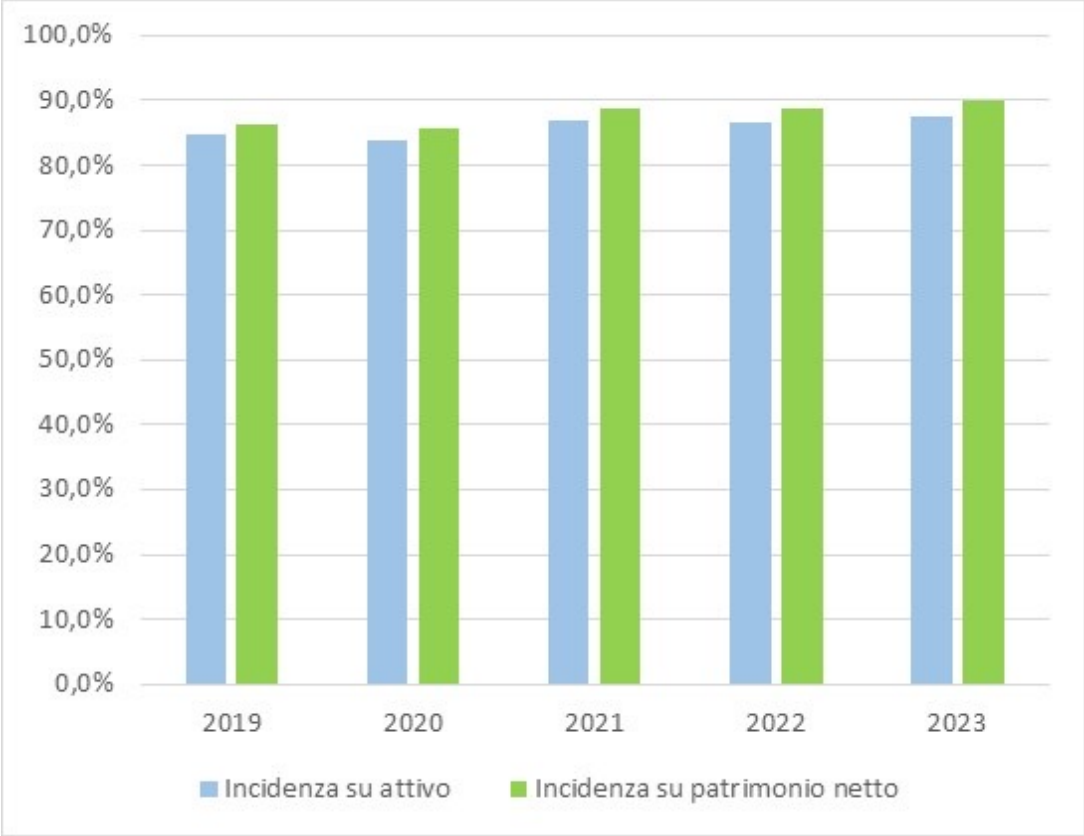


Fonte: tre Casse principali

La simulazione: approfondimento, il modello di business

- Polarizzazione degli strumenti finanziari a FV nel modello di business

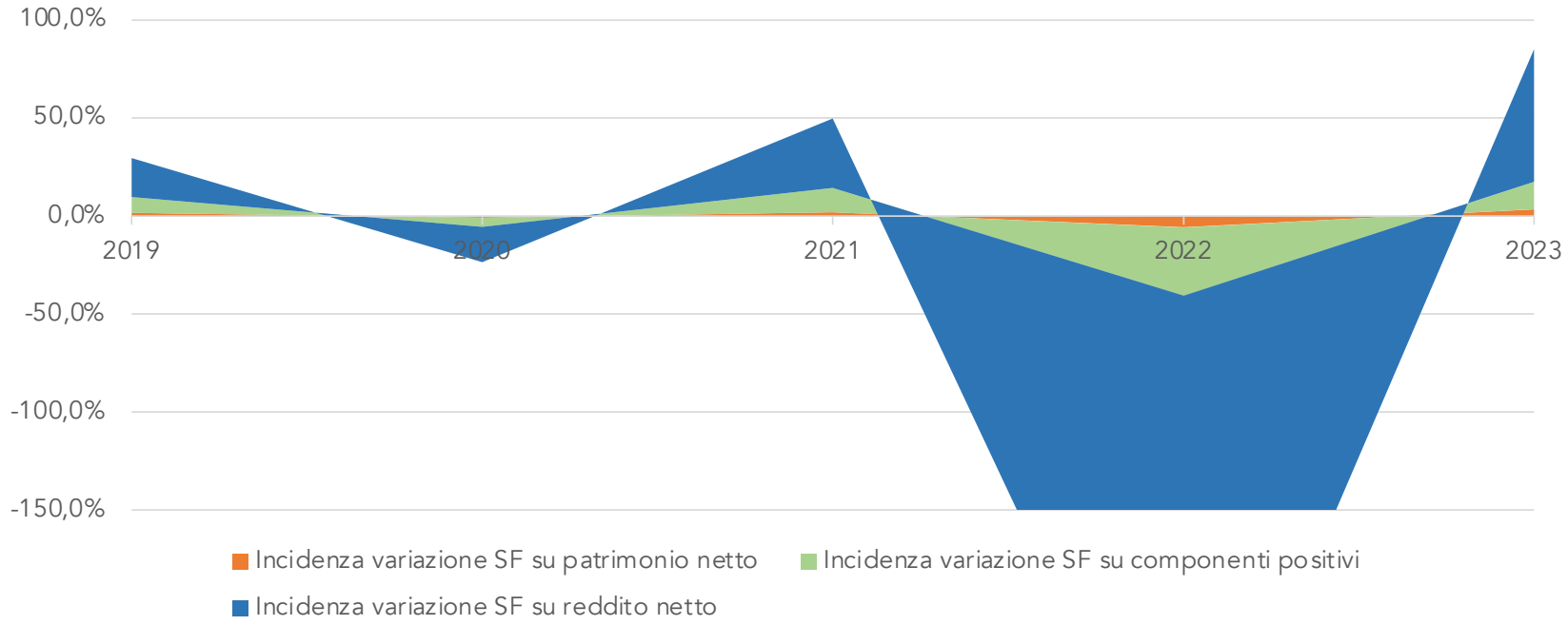
- Elevata incidenza media sul totale attivo (85,9%) e sul patrimonio netto (87,9%), entrambe in aumento nel periodo



Fonte: tre Casse principali

La simulazione: approfondimento, l'impatto da fair value

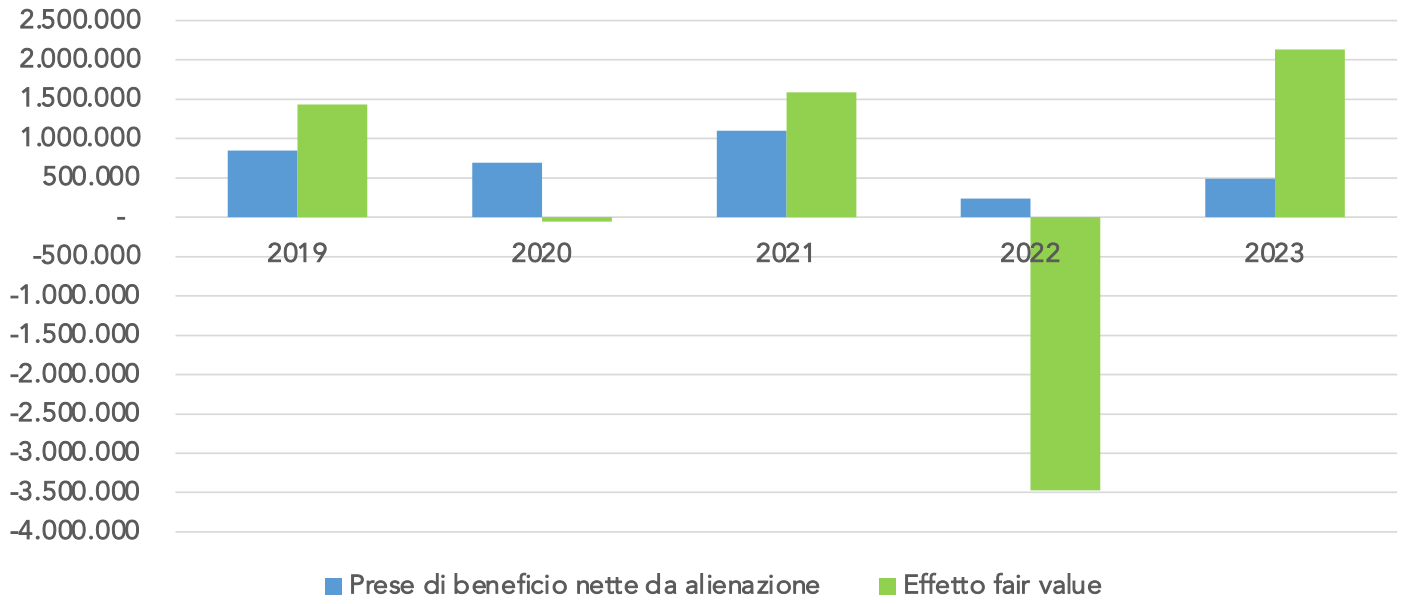
Il passaggio a fair value causa un'estrema volatilità del reddito d'esercizio



Fonte: tre Casse principali

La simulazione: approfondimento … e le prese di beneficio?

- Plus/Minusvalori effettivi da alienazioni con impatto sulla liquidità
- Plus/Minusvalori da valutazione senza impatto sulla liquidità



Fonte: tre Casse principali

Conclusioni

- **Limitata utilità informativa in presenza di un LTIBM**
  Le componenti accrual da *fair value* possono risultare poco informative ai fini della stima della performance economica, in quanto riflettono variazioni di mercato di breve periodo che non necessariamente si tradurranno nei flussi di cassa effettivamente realizzati nel lungo termine

- **Impatto su indicatori, percezioni e comportamenti**

Conclusioni

- **Limitata utilità informativa in presenza di un LTIBM**

- Rischio di **introdurre "rumore" informativo** (associato a mercati illiquidi; modelli di valutazione; input non osservabili; volatilità di mercato temporanea) che, influenzando indicatori di performance e percezioni degli stakeholder, **può orientare le scelte manageriali verso decisioni di investimento non coerenti con un LTIBM**

  *"Extra-volatility **of fair value income** and regulatory capital could cause managers to apply a **sub-optimal decision rule** by selecting investments of lower risk than would be the case if investment decisions were based solely on economic considerations"* (Landsman, Bank for International Settlements, Working Paper n. 209, 2006)

Conclusioni

- Limitata utilità informativa in presenza di un LTIBM

- Rischio di **introdurre "rumore" informativo** (associato a mercati illiquidi; modelli di valutazione; input non osservabili; volatilità di mercato temporanea) che, influenzando indicatori di performance e percezioni degli stakeholder, **può orientare le scelte manageriali verso decisioni di investimento non coerenti con un LTIBM**

*"**Mark-to-market accounting can distort investment decisions** [...] The problem is* particularly acute for assets that are long-lived *and whose fundamental value cannot be easily inferred from market prices"* (Plantin et al., JAR, 2008).

"Noise *in reported fair values* ***can lead to inefficient allocation of resources***" (Valencia et al., 2013, Accounting Horizons)

Conclusioni

- **Limitata utilità informativa in presenza di un LTIBM**
- Rischia di **introdurre "rumore" informativo**

Accrual da fair value in LTIBM

deboli predittori **dei futuri flussi di cassa**, ma potenziali driver **delle scelte manageriali (decisioni di investimento e composizione del portafoglio)**, con il rischio di compromettere i flussi futuri

Conclusioni

- **I limiti di una Fair Value Accounting per LTIBM non devono però precludere un'analisi sull'utilità di una Fair Value Reporting**
  - La misurazione al fair value può fornire informazioni utili sulle condizioni di mercato correnti e sull'esposizione ai rischi del portafoglio
  - Tali informazioni risultano informative anche quando l'entity non ha intenzione di dismettere gli strumenti detenuti

- Per aziende caratterizzate da LTIBM, il fair value può risultare meno adatto a rappresentare la performance economica degli investimenti, ma informativo in termini di disclosure

OSSERVATORIO SUI BILANCI

GRAZIE!

Claudio Teodori, Università di Brescia
Nicola Moscariello, Università della Campania L. Vanvitelli
Cristian Carini, Università di Brescia

Roma, 17 marzo 2026