

**ENTI PREVIDENZIALI EX D.LGS. N. 509/1994 E N. 103/1996**

Investimenti al 31 dicembre 2014  
Quadro di sintesi



**COVIP**

COMMISSIONE DI VIGILANZA  
SUI FONDI PENSIONE

## **AVVERTENZE**

Nelle tavole sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

- quando il fenomeno non esiste (anche sulla base di stime);
- .... quando il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
- .. quando i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Nelle tavole il valore del totale può non corrispondere alla somma dei dati parziali a causa degli arrotondamenti.

## PREMESSA

L'articolo 14 del Decreto-legge 98/2011 ha attribuito alla competenza della COVIP le funzioni di vigilanza sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio degli Enti previdenziali ex d.lgs. 509/1994 e d.lgs. 103/1996 (di seguito, Enti). Ciò, al fine di garantire, nel loro espletamento, competenze tecniche altamente specialistiche, come tali in possesso di un'Autorità amministrativa indipendente già preposta per legge alla verifica della sana e prudente gestione del risparmio previdenziale privato (c.d. di secondo pilastro).

Trattandosi, tuttavia, di Enti preordinati alla gestione di risparmio previdenziale pubblico (c.d. di primo pilastro), il legislatore ha conservato, in capo ai Ministeri vigilanti, la competenza sia in ordine agli aspetti più strettamente previdenziali e regolamentari, sia in ordine all'adozione delle iniziative conseguenti alle risultanze degli accertamenti tecnici svolti dalla COVIP.

Se è coerente con la natura pubblica del risparmio previdenziale protetto il mantenimento di un sistema di vigilanza articolato, deve rilevarsi come la disciplina di settore risulti, da un lato, datata, in quanto incentrata su una disciplina risalente ai decreti di privatizzazione degli Enti in parola, prevalentemente basata sulla repressione di violazioni di legge, con il conseguente commissariamento (cfr. decreti legislativi n. 509/1994 e n. 103/1996); dall'altro, incompleta, non risultando ancora adottato il regolamento, previsto dall'art. 14, comma 3, del D.L. n. 98/2011, volto ad introdurre disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli Enti previdenziali, dei conflitti di interesse e di banca depositaria.

In tale quadro, la COVIP ha comunque svolto le proprie funzioni di vigilanza, riportando gli esiti degli accertamenti condotti, anche tramite specifiche ispezioni in loco, ai Ministeri vigilanti per le valutazioni di competenza. L'Autorità ha inoltre prodotto dettagliate relazioni, per singolo Ente, contenenti informazioni sulla complessiva articolazione delle attività detenute, sia di natura mobiliare che immobiliare, sulla politica di investimento e sulle modalità di gestione, sul sistema di controllo dei rischi, sui processi di impiego delle risorse.

Sulla base di tale attività è oggi possibile disporre di un insieme di dati sulla composizione delle attività detenute dagli Enti e sulle caratteristiche della relativa gestione finanziaria, connotati da un significativo grado di omogeneità.

La disponibilità di dati e di informazioni così articolati – oltre a costituire il presupposto per l'adozione da parte dei Ministeri vigilanti delle iniziative di competenza in ordine alla gestione dei singoli Enti o anche per l'analisi di impatto di possibili regolamentazioni – concorre alla formazione di un patrimonio informativo, in progressiva crescita, sulla base del quale può essere promosso un efficientamento anche del sistema di vigilanza sugli Enti, volto prioritariamente a migliorarne la *governance*, a garantirne la corretta e adeguata gestione e l'equilibrio economico-finanziario, rafforzando in tal modo la tutela del risparmio previdenziale pubblico degli iscritti alle casse professionali.

Nel prosieguo si fornisce un quadro degli aspetti più significativi che – in chiave aggregata – emergono dall'ultima rilevazione della COVIP.

**LE RISORSE DEL SETTORE**

Al 31 dicembre 2014 le attività totali detenute dagli Enti ammontano, a valori di mercato, a **71,9 mld di euro**, in aumento di 6,3 mld di euro rispetto alla fine del 2013 (pari al 9,6%). Nella tavola seguente è riportata la composizione delle attività a valori di mercato.

<b>Enti previdenziali ex d.lgs. 509/94 e d.lgs. 103/96. Composizione delle attività a valori di mercato.</b> (dati di fine anno; importi in milioni di euro)				
	<b>2014</b>		<b>2013</b>	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità	6.608	9,2	4.916	7,5
Titoli di Stato	15.238	21,2	12.938	19,7
Altri titoli di debito	6.612	9,2	6.530	9,9
- quotati	2.866	4,0	3.108	4,7
- non quotati	3.746	5,2	3.422	5,2
Titoli di capitale	5.816	8,1	4.075	6,2
- quotati	5.538	7,7	4.006	6,1
- non quotati	278	0,4	69	0,1
OICR armonizzati	8.775	12,2	8.305	12,7
- di cui: componente obbligazionaria <sup>(1)</sup>	3.477	4,8	3.566	5,4
- di cui: componente azionaria <sup>(1)</sup>	3.227	4,5	3.172	4,8
OICR non armonizzati	12.769	17,8	10.425	15,9
- di cui: fondi immobiliari	9.872	13,7	7.453	11,4
- di cui: fondi di private equity	834	1,2	686	1,0
Immobili	8.754	12,2	11.521	17,6
Partecipazioni in società immobiliari	512	0,7	582	0,9
Polizze assicurative	415	0,6	435	0,7
Altre attività	6.409	8,9	5.913	9,0
<b>Totale attività</b>	<b>71.908</b>	<b>100</b>	<b>65.640</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>				
<b>Investimenti in real estate</b>	<b>19.138</b>	<b>26,6</b>	<b>19.556</b>	<b>29,8</b>
- Immobili	8.754	12,2	11.521	17,6
- Fondi immobiliari	9.872	13,7	7.453	11,4
- Partecipazioni in società immobiliari	512	0,7	582	0,9
<b>Investimenti in titoli di debito</b>	<b>25.327</b>	<b>35,2</b>	<b>23.034</b>	<b>35,0</b>
- Titoli di Stato	15.238	21,2	12.938	19,7
- Altri titoli di debito	6.612	9,2	6.530	9,9
- Componente obbligazionaria tramite OICR armonizzati <sup>(1)</sup>	3.477	4,8	3.566	5,4
<b>Investimenti in titoli di capitale</b>	<b>9.043</b>	<b>12,6</b>	<b>7.247</b>	<b>11,0</b>
- Titoli di capitale	5.816	8,1	4.075	6,2
- Componente azionaria tramite OICR armonizzati <sup>(1)</sup>	3.227	4,5	3.172	4,8

(1) Si tratta dei titoli di debito e di capitale sottostanti agli OICR armonizzati (cd. *look through*); informazione disponibile per oltre il 90% degli stessi OICR armonizzati.

### **La componente immobiliare**

La **componente di real estate**, considerando sia gli investimenti diretti sia quelli indiretti effettuati tramite fondi immobiliari e partecipazioni in società immobiliari controllate dagli Enti, **continua a costituire un elemento estremamente significativo nel complesso delle**

**attività detenute, ancorché in progressiva riduzione.**

Essa si attesta a **19,1 mld di euro pari al 26,6% degli attivi complessivi, in diminuzione rispetto all'anno precedente di 3,2 punti percentuali**. Se si estende l'orizzonte di valutazione anche al 2012, si osserva che **il peso della componente immobiliare è sceso di 6 punti percentuali in due anni**.

Sotto il profilo dell'incidenza di tale componente sulle attività detenute dai singoli Enti (ovvero dalle tre gestioni patrimonialmente separate istituite ai sensi del d.lgs. 103/1996 da due Enti ex d.lgs. 509/1994), **in 9 casi – di cui uno riferito a un Ente ex d.lgs. 103/1996 – essa è superiore al 30%; in particolare, per cinque Enti il peso si colloca tra il 48,4% e il 52%**.

All'interno degli investimenti immobiliari, si registra inoltre una consistente modifica della tipologia di *asset*.

Gli **immobili di proprietà** degli Enti sono 8,8 mld di euro e costituiscono il 12,2% delle attività totali, con una riduzione di 5,4 punti percentuali rispetto al 2013. Essi sono principalmente destinati a uso residenziale (46,4%) e a uso uffici (28,2%).

Nel considerare la riduzione degli investimenti diretti in immobili, va peraltro osservato che su di essa hanno inciso in misura significativa i conferimenti operati a favore di fondi immobiliari “dedicati” (ossia quelli di cui l'Ente è sostanzialmente l'unico quotista), con conseguente incremento del peso degli OICR non armonizzati. Tali operazioni portano quasi sempre a rilevare cospicue plusvalenze contabili (derivanti dalla più elevata valorizzazione dei cespiti conferiti, rispetto ai relativi valori di bilancio, effettuata in sede di apporto) – con i conseguenti benèfici effetti sulla situazione patrimoniale e sui risultati economici – le quali tuttavia, differentemente da quelle derivanti dalle operazioni di vendita, non rappresentano proventi monetari effettivi.

Anche per effetto di tali conferimenti, **i fondi immobiliari** sono divenuti la tipologia più rilevante di *asset* immobiliari nell'ambito delle complessive attività degli Enti, per un totale di 9,9 mld di euro pari al 13,7% delle attività.

Completano il quadro le **partecipazioni in società immobiliari** pari a circa 512 mln di euro (0,7% del totale delle attività) in lieve calo rispetto all'anno precedente.

## ***I titoli di debito***

**I titoli obbligazionari sono 21,8 mld di euro e costituiscono la quota più rilevante delle attività totali (30,4%), in lieve incremento rispetto all'anno precedente (29,6%).**

La componente di **titoli di Stato**, comprensiva anche di titoli emessi da organismi sovranazionali, ammonta a 15,2 mld di euro, pari al 21,2% delle attività totali. **Di questi, il 68,3% è rappresentativo di emissioni della Repubblica italiana.**

Gli **altri titoli di debito** – per il 56,7% non quotati – ammontano a 6,6 mld di euro, pari al 9,2% delle attività totali. Di questi, poco più dei due terzi fa riferimento a emittenti residenti nell'Unione europea e circa i tre quarti sono emessi da imprese finanziarie.

La gran parte dei titoli di debito non quotati è costituita da **obbligazioni strutturate** – oggetto di risalenti operazioni di investimento – che ammontano a 3,2 mld di euro, pari al

4,4% delle attività totali. Poco meno dei tre quarti di tali titoli fa capo a un solo Ente, per il quale essi rappresentano il 12,5% delle attività totali; il restante è distribuito tra 11 Enti (per uno dei quali la presenza delle obbligazioni in questione interessa anche le due gestioni patrimonialmente separate in esso istituite ai sensi del d.lgs. 103/1996): in 9 casi (inclusa una di dette gestioni separate) l'incidenza di tali strumenti non supera il 4%, mentre nei rimanenti 4 casi (inclusa l'altra delle suddette gestioni separate) è compresa tra il 5% e il 10%.

### ***I titoli di capitale***

**I titoli di capitale sono 5,8 mld di euro, pari all'8,1% delle attività totali, in aumento di 1,9 punti percentuali rispetto al 2013.**

Si tratta quasi interamente di titoli quotati (oltre il 95% del totale dei titoli azionari in portafoglio), mentre risulta del tutto marginale la presenza di titoli non quotati, complessivamente pari a 278 mln di euro.

I titoli di capitale detenuti fanno riferimento per oltre la metà a imprese residenti nell'Unione europea e sono maggiormente concentrati sul settore finanziario (26,6%) e delle *utilities* (12%).

\* \* \*

Al fine di disporre di una ulteriore valutazione in ordine alla composizione del portafoglio mobiliare e alla relativa distribuzione tra titoli di debito e titoli di capitale, si può fare riferimento anche alla componente obbligazionaria e azionaria presente nei portafogli degli OICR armonizzati detenuti dagli Enti.

Al riguardo, si evidenzia che, nel caso in cui l'incidenza degli OICR armonizzati risulti superiore al 10% delle attività totali del singolo Ente, la COVIP ha chiesto di fornire la composizione in termini di titoli di debito e di capitale sottostanti (cd. *look through*). Alcuni Enti hanno peraltro reso disponibili tali informazioni anche nel caso in cui il peso di questi strumenti finanziari risulti inferiore al predetto limite, sicché è disponibile un dato riferibile alla gran parte degli OICR armonizzati (oltre il 90% del totale).

Tenendo conto di tale ulteriore elemento informativo e **considerando dunque la componente obbligazionaria e azionaria presente, nel complesso per circa 6,7 mld di euro, nei portafogli degli OICR armonizzati detenuti dagli Enti (cd. *look through*), l'ammontare dei titoli di debito sale a 25,3 mld di euro (35,2% delle attività totali) e quello dei titoli di capitale arriva a 9 mld di euro (12,6%).**

\* \* \*

### ***Gli OICR***

**Gli OICR, comprensivi anche della quota di fondi immobiliari, sono 21,5 mld di euro, pari al 30% delle attività totali.**

Gli **OICR armonizzati** ammontano a 8,8 mld di euro, pari al 12,2% delle attività totali e si riferiscono in prevalenza a fondi obbligazionari (45,7%) e azionari (37,4%).

Gli **OICR non armonizzati** ammontano a 12,8 mld di euro, pari al 17,8% delle attività totali e per essi sussistono inoltre 1,4 mld di euro di residui impegni di sottoscrizione. La gran parte (77,3%) è costituita da fondi immobiliari (9,9 mld di euro, pari al 13,7% delle attività totali). Inoltre sono presenti **fondi di private equity per un ammontare di 834 mln**.

### ***Altre componenti***

Nelle attività complessivamente detenute sono inoltre presenti **liquidità** – comprensiva anche dei crediti per operazioni di pronti contro termine e dei depositi bancari con scadenza non superiore a 6 mesi – per 6,6 mld di euro (9,2% delle attività totali), **polizze assicurative** di Ramo I, III e V per 415 mln di euro (0,6% delle attività totali) e **altre attività** per 6,4 mld di euro (8,9% delle attività totali), di cui 4,9 mld di euro rappresentativi di **crediti di natura contributiva**.

\* \* \*

Nell'ambito della gestione finanziaria, principalmente in quella indiretta attuata tramite intermediari specializzati, risulta presente anche l'utilizzo di **strumenti finanziari derivati**, rappresentati – per la quasi totalità – da contratti *forward* per la compravendita a termine di valuta, finalizzata alla copertura del rischio di cambio connesso agli investimenti denominati in una valuta diversa dall'euro.

**INVESTIMENTI NEL “SISTEMA PAESE”**

Al 31 dicembre 2014 gli investimenti degli Enti nel “sistema Paese” superano quelli non domestici. I primi ammontano infatti a 32,9 mld di euro, pari al 45,8% del totale complessivo delle attività, mentre i secondi si attestano a 25,6 mld di euro, corrispondenti al 35,5% del totale complessivo delle attività.

Si osserva che, laddove il peso degli investimenti domestici e di quelli non domestici fosse rapportato, invece che al totale degli attivi, alle sole attività riportate nella prima parte della tabella successiva – con esclusione quindi della liquidità (prevalentemente depositi bancari), delle polizze assicurative e delle altre attività (in larga misura crediti contributivi) – ponendo dunque al denominatore l’importo di 58,5 mld di euro, l’incidenza delle due componenti sarebbe rispettivamente pari al 56,3% per gli investimenti domestici e al 43,7% per quelli non domestici.

Nell’ambito degli investimenti domestici, le due componenti largamente prevalenti sono rappresentate dagli investimenti immobiliari (complessivamente pari al 25,8% delle attività totali) e da quelli in titoli di Stato (14,5 % delle attività totali).

<b>Enti previdenziali ex d.lgs. 509/94 e d.lgs. 103/96. Investimenti domestici e non domestici.</b> (dati di fine 2014; importi in milioni di euro)						
	Investimenti domestici		Investimenti non domestici		Investimenti complessivi	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>						
Titoli di Stato	10.408	14,5	4.830	6,7	15.238	21,2
Altri titoli di debito	1.098	1,5	5.514	7,7	6.612	9,2
- quotati	....	....	....	....	2.866	4,0
- non quotati	....	....	....	....	3.746	5,2
Titoli di capitale	1.517	2,1	4.299	6,0	5.816	8,1
- quotati	....	....	....	....	5.538	7,7
- non quotati	....	....	....	....	278	0,4
OICR armonizzati <sup>(1)</sup>	484	0,7	8.291	11,5	8.775	12,2
OICR non armonizzati <sup>(2)</sup>	10.148	14,1	2.621	3,7	12.769	17,8
- di cui: fondi immobiliari <sup>(2)</sup>	9.245	12,9	627	0,8	9.872	13,7
Immobili	8.754	12,2	-	-	8.754	12,2
Partecipazioni in società immobiliari	512	0,7	-	-	512	0,7
<b>Totale</b>	<b>32.921</b>	<b>45,8</b>	<b>25.555</b>	<b>35,5</b>	<b>58.476</b>	<b>81,3</b>
Liquidità					6.608	9,2
Polizze assicurative					415	0,6
Altre attività					6.409	8,9
<b>Totale complessivo</b>					<b>71.908</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>						
<b>Investimenti nella componente real estate</b>	<b>18.511</b>	<b>25,8</b>	<b>627</b>	<b>0,8</b>	<b>19.138</b>	<b>26,6</b>
- immobili	8.754	12,2	-	-	8.754	12,2
- fondi immobiliari <sup>(2)</sup>	9.245	12,9	627	0,8	9.872	13,7
- partecipazioni in società immobiliari	512	0,7	-	-	512	0,7

(1) In base alle informazioni disponibili, per oltre il 90% degli OICR armonizzati, sulla relativa composizione in termini di titoli di debito e di capitale domestici (cd. *look through*), è stata stimata la ripartizione tra componente domestica e non della restante quota di tali strumenti finanziari.

(2) Non essendo disponibili dati sulla composizione dei portafogli detenuti, si è fatto riferimento alla relativa domiciliazione in Italia, reputata attendibile approssimazione della connotazione domestica degli investimenti sottostanti.



Volendo confrontare la situazione degli investimenti domestici/non domestici degli Enti con quella delle forme pensionistiche complementari, si osserva in primo luogo che **la situazione delle forme pensionistiche complementari si presenta invertita rispetto a quella degli Enti.**

Nei fondi pensione, infatti, gli investimenti non domestici superano quelli nel “sistema Paese”. **I primi ammontano a 58,1 mld di euro, pari al 56,8% del totale complessivo delle attività, mentre i secondi si attestano a 35,4 mld di euro, corrispondenti al 34,6% del totale complessivo delle attività.**

Laddove, anche in questo caso, si rapportasse il peso delle due componenti di investimenti alla prima parte delle attività indicate in tabella (93,6 mld di euro), escludendo liquidità, polizze assicurative e altre attività, **l’incidenza degli investimenti non domestici sarebbe pari al 62,1% e quella degli investimenti domestici al 37,9%.**

Nell’ambito degli investimenti domestici dei fondi pensione, **la quota decisamente più significativa è rappresentata dai titoli di Stato (27,1% delle attività totali).**

<b>Forme pensionistiche complementari<sup>(1)</sup>. Investimenti domestici e non domestici.</b>						
<i>(dati di fine 2014; importi in milioni di euro)</i>						
	Investimenti domestici <sup>(2)</sup>		Investimenti non domestici <sup>(2)</sup>		Investimenti complessivi	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>						
Titoli di Stato	27.704	27,1	22.055	21,5	49.759	48,6
Altri titoli di debito	1.801	1,8	10.313	10,1	12.114	11,8
- quotati	....	....	....	....	11.749	11,5
- non quotati	....	....	....	....	365	0,4
Titoli di capitale	805	0,8	15.661	15,3	16.466	16,1
- quotati	....	....	....	....	16.450	16,1
- non quotati	....	....	....	....	16	..
OICR armonizzati	483	0,5	10.106	9,9	10.589	10,3
OICR non armonizzati <sup>(3)</sup>	1.911	1,9	-	-	1.911	1,9
- di cui: fondi immobiliari <sup>(3)</sup>	1.389	1,4	-	-	1.389	1,4
Immobili <sup>(3)</sup>	2.245	2,2	-	-	2.245	2,2
Partecipazioni in società immobiliari <sup>(3)</sup>	516	0,5	-	-	516	0,5
<b>Totale</b>	<b>35.465</b>	<b>34,6</b>	<b>58.135</b>	<b>56,8</b>	<b>93.600</b>	<b>91,4</b>
Liquidità					4.217	4,1
Polizze assicurative					1.734	1,7
Altre attività					2.850	2,8
<b>Totale complessivo</b>					<b>102.401</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>						
<b>Investimenti nella componente real estate</b>	<b>4.150</b>	<b>4,1</b>	-	-	<b>4.150</b>	<b>4,1</b>
- immobili <sup>(3)</sup>	2.245	2,2	-	-	2.245	2,2
- fondi immobiliari <sup>(3)</sup>	1.389	1,4	-	-	1.389	1,4
- partecipazioni in società immobiliari <sup>(3)</sup>	516	0,5	-	-	516	0,5

- (1) 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 preesistenti, i dati sono relativi ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica; sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione. Nel totale si include FONDINPS.
- (2) Per gli altri titoli di debito, i titoli di capitale e gli OICR armonizzati, la ripartizione fra investimenti domestici e non domestici è stata stimata.
- (3) Per gli investimenti in OICR non armonizzati, ivi inclusi i fondi immobiliari, in immobili e in partecipazioni in società immobiliari, non essendo disponibili dati di dettaglio per area geografica, si è ipotizzato che gli stessi siano riferiti interamente ad attività domestiche.

\* \* \*

In sintesi, volendo svolgere alcune considerazioni di ordine comparativo tra l’allocazione degli investimenti a fine 2014 negli Enti previdenziali ex d.lgs.509/1994 e d.lgs. 103/1996 e nelle forme di previdenza complementare, si osserva che:

- la composizione del portafoglio degli Enti vede la rilevante presenza degli investimenti immobiliari (circa un quarto del totale delle attività); le altre principali attività sono i titoli di debito (circa il 30% del totale, di cui due terzi titoli di Stato), gli OICR armonizzati (circa il 12%) e i titoli di capitale (circa l’8%);
- viceversa, nelle forme pensionistiche complementari il portafoglio è allocato in prevalenza in titoli di debito (circa il 60% del totale delle attività, di cui i quattro quinti costituiti da titoli di Stato); fra le altre principali attività figurano i titoli di capitale (circa il 16%) e gli OICR armonizzati (circa il 10%), mentre gli investimenti immobiliari costituiscono nel complesso una componente residuale (circa il 4%), rivestendo un peso maggiore nei fondi pensione preesistenti.

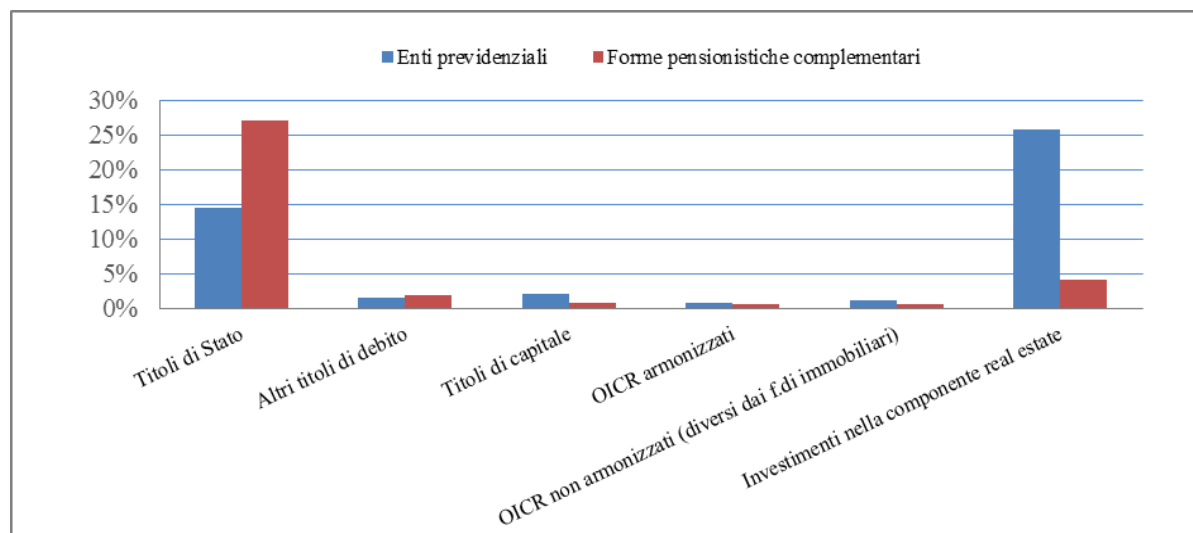
Con riferimento agli investimenti nel “sistema Paese”, tenendo conto della preponderante presenza in esso di piccole e medie imprese, occorre preliminarmente rilevare che la gamma degli strumenti finanziari disponibili per l’investimento in titoli di imprese domestiche appare oggi ancora ristretta e non pienamente adeguata rispetto alle esigenze delle forme previdenziali. Oltre alla conformità alla normativa vigente, tali strumenti dovrebbero possedere idonei requisiti in termini, ad esempio, di adeguata trasparenza, di criteri e frequenza di valorizzazione dell’investimento, di possibilità di smobilizzo, di livello dei costi. A questo proposito, l’impulso impresso anche a livello normativo all’investimento nelle piccole e medie imprese tramite strumenti alternativi (ad esempio, *minibonds*, fondi di *private equity*, fondi di debito o *credit funds* e veicoli di cartolarizzazione) può recare stimoli al maggior ruolo degli Enti e delle forme complementari nel sostegno finanziario alle imprese italiane, ferma restando l’esigenza di assicurarne la coerenza con la finalità previdenziale.

Ciò premesso, il quadro delle risorse allocate in Italia al 31 dicembre 2014 può essere così sintetizzato:

- **gli Enti hanno investito nel nostro Paese il 46% degli attivi, circa 33 mld di euro;** di questi:
  - 18,5 mld di euro (25,8% delle attività totali) sono costituiti da investimenti immobiliari;
  - 10,4 mld di euro (14,5% delle attività totali) sono investiti in titoli di Stato;
  - 2,6 mld di euro (3,6% delle attività totali) sono gli impieghi in titoli emessi da imprese domestiche, così suddivisi: 1,1 mld in obbligazioni e 1,5 mld in azioni;
- **le forme pensionistiche complementari hanno investito in Italia il 35% degli attivi, circa 35,5 mld di euro;** di questi:
  - 27,7 mld di euro (27,1% delle attività totali) sono costituiti da titoli di Stato;
  - 4,2 mld di euro (4,1% delle attività totali) sono costituiti da investimenti immobiliari;
  - 2,6 mld di euro (2,6% delle attività totali) sono gli impieghi in titoli emessi da imprese domestiche, così suddivisi: 1,8 mld in obbligazioni e 800 mln in azioni.

Alle imprese italiane vanno pertanto nell'insieme 5,2 mld di euro, circa lo 0,2% delle loro passività finanziarie, di cui 2,9 mld sotto forma di strumenti obbligazionari e 2,3 mld di strumenti azionari.

Il grafico seguente rappresenta, per Enti previdenziali e forme pensionistiche complementari, l'incidenza delle singole tipologie di investimenti domestici sulle attività totali.



\* \* \*

Sui reali spazi di incremento delle risorse destinate al sostegno finanziario delle imprese domestiche emerge una possibile diversa propensione fra Enti, da un lato, e forme pensionistiche complementari, dall'altro. Per i primi, che hanno già raggiunto lo stadio di maturità essendo ormai a regime la fase di erogazione delle prestazioni, i margini per aumentare gli investimenti nell'economia reale italiana sono contenuti; per alcuni di essi si pone già adesso il problema di rendere più liquido il portafoglio – con il conseguente disinvestimento delle componenti meno liquide – per poter far fronte al pagamento delle prestazioni.

Per le forme pensionistiche complementari, il cui stadio di sviluppo è ancora lontano dalla piena maturità, l'aumento degli investimenti in strumenti finanziari emessi dalle imprese italiane ritrova possibili spazi nei flussi di cassa positivi generati dalla gestione previdenziale. Tuttavia, diverse cause possono finora aver ostacolato tali investimenti, quali: la replica di *benchmark* di mercato diversificati su scala internazionale nei quali il peso assegnato all'Italia è marginale; le difficoltà nella valorizzazione e liquidabilità di strumenti non quotati; l'avversione al rischio dei consigli di amministrazione dei fondi e la durata dei mandati di gestione incoerente rispetto all'orizzonte temporale delle linee di investimento.

## MODALITÀ DI GESTIONE

Al 31 dicembre 2014 **le attività gestite in forma indiretta** (intesa nella duplice forma dei mandati di gestione affidati a intermediari specializzati e degli OICR mobiliari/comparti di OICR mobiliari “dedicati”, ossia quelli di cui l’Ente è sostanzialmente l’unico quotista) ammontano a **14,4 mld di euro, pari al 20,1% del totale**.

Le suddette attività fanno capo a 44 gestori. Di questi, 5 ne gestiscono il 51,7%, con una percentuale massima di *asset under management* pari al 15,1%; per i restanti 39 la percentuale massima di *asset under management* è pari al 4,9%.

**Le attività gestite attraverso OICR, diversi da quelli mobiliari “dedicati”, e polizze assicurative, ammontano a 19,8 mld di euro, pari al 27,6% del totale.**

**Le restanti attività – pari a 37,6 mld di euro, corrispondenti al 52,3% del totale – sono gestite direttamente** sulla base delle determinazioni assunte dagli organi di amministrazione degli Enti.

	2014		2013	
	Importi	%	Importi	%
Attività gestite indirettamente	14.443	20,1	12.665	19,3
Attività gestite tramite OICR e polizze assicurative	19.826	27,6	16.366	24,9
Attività gestite direttamente	37.639	52,3	36.609	55,8
<b>Totale attività</b>	<b>71.908</b>	<b>100,0</b>	<b>65.640</b>	<b>100,0</b>

Le attività la cui gestione fa capo a intermediari specializzati (ossia quelle rappresentate dai mandati di gestione, dagli OICR/comparti di OICR mobiliari “dedicati”, dagli altri OICR e dalle polizze assicurative) ammontano quindi a 34,3 mld di euro, pari al 47,7% del totale.

### Utilizzo del depositario

Nonostante la normativa non prescrivere ancora per gli Enti l’obbligo di utilizzo del depositario, al 31 dicembre 2014 **le attività per le quali risulta presente un depositario, ai sensi degli articoli 47 e seguenti del TUF, ammontano a 28,7 mld di euro, pari al 39,9% del totale. Di queste 14,2 mld di euro si riferiscono alla gestione indiretta, rappresentando la quasi totalità di tale componente.**

Per quanto attiene al profilo degli assetti regolamentari e organizzativi in materia di investimenti, la rilevazione effettuata – sul totale dei 20 Enti interessati – ai fini del referto reso ai Ministeri del Lavoro e dell’Economia per l’anno 2014 ha evidenziato alcuni aspetti di rilievo.

**A. Disciplina interna in materia di investimenti**

- **14 Enti hanno definito una disciplina interna** volta alla formalizzazione e proceduralizzazione di uno o più aspetti inerenti alle modalità di definizione della politica di investimento e dei relativi criteri di attuazione, all’articolazione del processo di impiego delle risorse disponibili e al sistema di controllo della gestione finanziaria. Ciò anche al fine di assicurare la tracciabilità delle decisioni di investimento e di garantire la trasparenza dei comportamenti tenuti in tale ambito. Per alcuni di questi Enti la regolamentazione in questione è stata adottata solamente in tempi recenti, con la conseguenza che la relativa implementazione operativa non risulta ancora pienamente realizzata;
- **6 Enti non hanno ancora provveduto** alla formalizzazione della documentazione relativa alla regolamentazione dei processi di cui sopra, **anche se 4 di essi hanno rappresentato l’intenzione di voler procedere**, nel breve periodo, alla predisposizione di una siffatta regolamentazione interna.

Nell’ambito dei predetti 14 Enti che si sono già dotati di forme di regolamentazione interna in materia degli investimenti si rileva inoltre quanto segue:

- **5 Enti hanno sottoposto** tali documenti ai Ministeri del Lavoro e dell’Economia **ai fini dell’approvazione** ai sensi dell’art. 3, comma 2, lettera a), del d.lgs. 509/1994;
- **nelle more dell’adozione del regolamento, previsto dall’art. 14, comma 3, del d.l. 98/2011**, con il quale dovrà essere dettata la disciplina in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti di interesse e di banca depositaria, **gli Enti hanno preso principalmente a riferimento**, ai fini della predisposizione di tali documenti, le **“Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento”** adottate dalla COVIP per i fondi pensione (cfr. disposizioni COVIP del 16 marzo 2012) e il D.M. 703/1996 recante norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione, successivamente aggiornato con il D.M. 166/2014;
- pur prendendo precipuamente a riferimento la disciplina prevista in materia di previdenza complementare, **tale disciplina – non essendo cogente per gli Enti – è stata spesso significativamente rielaborata sulla base di scelte riconducibili all’autonomia decisionale dei singoli Enti. Di conseguenza, i documenti adottati si presentano allo stato assai variegati sotto l’aspetto della struttura e dei contenuti**: in diversi casi, si limitano a indicare i criteri da seguire per la definizione degli specifici aspetti inerenti in particolare alla politica di investimento da adottare e al sistema di controllo della gestione finanziaria, facendo rinvio alla predisposizione

di ulteriori elaborati. Tale frammentazione ha determinato in più casi la coesistenza di diversi documenti che a vario titolo affrontano il tema degli investimenti, con conseguenti rischi di incongruenza e duplicazione dei contenuti e confusione anche in termini di ordine gerarchico.

## **B. Assetti organizzativi in materia di investimenti**

**Sotto il profilo della governance adottata in materia di investimenti**, come risultante anche dai sopra menzionati documenti, **gli Enti si presentano dotati di assetti variamente articolati**, anche in funzione della dimensione delle attività detenute e della complessità della politica di investimento perseguita.

Tali assetti hanno comunque alcuni tratti comuni:

- **17 Enti prevedono la presenza di una commissione consiliare consultiva** (in 3 casi distinta per componente mobiliare e immobiliare) la cui composizione si presenta piuttosto variegata, prevedendosi comunque solitamente la partecipazione dei soggetti – sia interni che esterni – coinvolti nel processo di investimento, talvolta con mere funzioni di supporto alle istruttorie di competenza;
- **19 Enti dispongono di una struttura interna preposta agli investimenti**, connotata dimensionalmente in termini assai variegati e in diversi casi costituita solamente in tempi recenti e quindi non ancora pienamente implementata; di questi, **11 dispongono inoltre di una unità organizzativa specificamente dedicata agli investimenti immobiliari**;
- **18 Enti hanno fatto ricorso a uno (11 Enti) o più advisor (7 Enti)**, chiamati a supportare l'organo di amministrazione e le strutture operative interne nell'attività di controllo della gestione finanziaria e, talvolta, anche in relazione ad altri profili dell'attività di investimento, quali l'analisi di tipo *Asset Liability Management* – ALM, la definizione dell'*Asset Allocation* Strategica/Tattica e la selezione degli strumenti finanziari/gestori.

## **C. Definizione della politica di investimento in termini di obiettivi di rendimento perseguiti e connessi profili di rischio**

Relativamente infine alle modalità di definizione della politica di investimento in termini di obiettivi di rendimento perseguiti e di connessi profili di rischio, **13 Enti hanno utilizzato specifiche analisi di tipo ALM** – predisposte dall'*advisor* – finalizzate a definire l'obiettivo di rendimento in grado di assicurare nel lungo periodo la sostenibilità del regime previdenziale, ossia la capacità di far fronte agli impegni assunti verso gli iscritti tempo per tempo (passività) mediante le attività complessivamente disponibili. Un altro Ente ha rappresentato l'intenzione di volersi dotare, nel breve periodo, di tale strumento di analisi.