

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

Le politiche d'investimento

Quadro di sintesi  
**Anno 2015**



**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 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

Il legislatore ha attribuito alla COVIP, con il Decreto legge n. 98 del 2011, la funzione di vigilanza sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio degli Enti previdenziali ex Decreto lgs. n. 509/1994 e Decreto lgs. n. 103/1996 (di seguito, per semplicità, Casse<sup>1</sup>), con l'obiettivo di garantire, anche nell'attività di controllo sul risparmio previdenziale obbligatorio, competenze tecniche altamente specialistiche proprie di un'Autorità già tenuta, per legge, ad assicurare la vigilanza sul risparmio previdenziale privato, complementare ed integrativo.

L'attività di referto annuale ai Ministeri del lavoro e dell'economia sulle Casse, insieme con gli specifici accertamenti condotti anche in sede ispettiva, ha permesso, da un lato, di acquisire nel tempo significativi elementi informativi sull'evoluzione del settore; dall'altro, ha favorito l'adozione e il progressivo miglioramento di assetti regolamentari ed organizzativi in materia di investimento, che, tuttavia, allo stato, presentano carattere di notevole varietà e frammentazione, stante l'assenza di un quadro ordinamentale definito.

In linea di continuità con il documento prodotto lo scorso anno, la COVIP mette dunque a disposizione delle Istituzioni e degli operatori un quadro di sintesi aggiornato sul complesso delle attività detenute dalle Casse, sia di natura mobiliare che immobiliare, sulle modalità di definizione della politica di investimento adottata e sui relativi criteri di attuazione, sull'articolazione del processo di impiego delle risorse disponibili e sul sistema di controllo della gestione finanziaria.

La disponibilità, su base omogenea, di dati e di informazioni, oltre a consentire ai Ministeri vigilanti l'espletamento delle funzioni di controllo loro proprie, può agevolare le Istituzioni e le Casse interessate ad avviare utili riflessioni sulle possibili linee evolutive, sia con riguardo al potenziamento dell'attuale sistema di vigilanza, sia con riguardo al miglioramento della *governance* nonché delle modalità di impiego delle risorse del settore, fra l'altro in costante crescita.

L'adozione di una disciplina compiuta e definita in materia di investimenti agevolerebbe tale processo. Deve rilevarsi, infatti, come risulti tuttora incompleto l'attuale quadro ordinamentale, stante la persistente mancata adozione del regolamento, previsto dall'art. 14 del citato Decreto legge n. 98/2011, volto ad introdurre, in un settore molto delicato, quale quello della gestione del risparmio previdenziale pubblico, disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie, dei conflitti di interesse e di banca depositaria; quadro ordinamentale che risulta, fra l'altro, datato, essendo ad oggi incentrato su una disciplina risalente ai decreti di privatizzazione delle Casse (i citati D. Lgs. 509/1994 e D. Lgs. n.

---

<sup>1</sup> Le Casse sono in tutto 20, sono costituite in forma di associazione o fondazione, hanno come platea di riferimento varie categorie di liberi professionisti e, in taluni casi, di lavoratori dipendenti; 16 Casse presentano quale principale finalità l'erogazione di prestazioni pensionistiche di base, tre Casse hanno quale scopo l'erogazione di prestazioni aggiuntive rispetto a quelle dell'Assicurazione Generale Obbligatoria, mentre una Cassa è volta esclusivamente all'erogazione di prestazioni di carattere assistenziale a favore degli orfani di alcune categorie di professionisti. Due delle Casse ai sensi del Decreto lgs. 509/1994 (complessivamente pari a 15) hanno inoltre istituito al loro interno rispettivamente una e due gestioni patrimonialmente separate ai sensi del Decreto lgs. 103/1996, destinate a specifiche collettività di riferimento.

103/1996), prevalentemente basata sulla repressione di violazioni di legge con il conseguente commissariamento.

L'analisi della composizione del patrimonio delle Casse mostra, oltre alla riduzione del peso degli investimenti immobiliari e all'aumento di quello dei titoli di capitale, la permanente prevalenza degli investimenti domestici, seppure in lieve contrazione. Le recenti iniziative legislative, volte a promuovere gli investimenti nell'economia reale da parte sia delle Casse sia dei Fondi pensione, possono contribuire a rafforzare gli investimenti nel "Sistema Paese", qualora si determini un progressivo ampliamento dell'offerta di veicoli di investimento adeguati alle esigenze del risparmio previdenziale.

Si fornisce di seguito un quadro degli aspetti più significativi che emergono dalle ultime rilevazioni della COVIP. La sezione 1 presenta in chiave aggregata la ripartizione delle risorse del settore tra le diverse attività. La sezione 2 si concentra sugli investimenti delle Casse nel "Sistema Paese", anche nel confronto con la previdenza complementare ed integrativa. La sezione 3 documenta la rilevanza quantitativa delle diverse modalità di gestione. La sezione 4 offre un quadro di sintesi sugli assetti regolamentari.

## 1. LE RISORSE DEL SETTORE

Al 31 dicembre 2015 le **attività totali** detenute dalle Casse ammontano, a valori di mercato, a **75,5 mld di euro**, in aumento di **3,6 mld di euro** rispetto al 2014 (pari al 5%) e di **9,8 mld di euro** rispetto al 2013 (pari al 15%).

<b>Tavola 1: Composizione delle attivo delle Casse a valori di mercato.</b>						
<i>(dati di fine anno; importi in milioni di euro)</i>						
	2013		2014		2015	
	Imp.	%	Imp.	%	Imp.	%
<b>Attività</b>						
Liquidità	4.916	7,5	6.608	9,2	6.398	8,5
Titoli di Stato	12.938	19,7	15.238	21,2	14.193	18,8
Altri titoli di debito	6.530	9,9	6.612	9,2	6.266	8,3
- quotati	3.108	4,7	2.866	4,0	4.020	5,3
- non quotati	3.422	5,2	3.746	5,2	2.246	3,0
Titoli di capitale	4.075	6,2	5.816	8,1	8.151	10,8
- quotati	4.006	6,1	5.538	7,7	7.062	9,4
- non quotati	69	0,1	278	0,4	1.089	1,4
OICR armonizzati	8.305	12,7	8.769	12,2	11.892	15,8
- di cui: componente obbligazionaria	2.962	4,5	3.475	4,8	5.866	7,8
- di cui: componente azionaria	2.353	3,6	3.225	4,5	4.160	5,5
OICR non armonizzati	10.425	15,9	12.775	17,8	14.379	19,1
- di cui: fondi immobiliari	7.407	11,3	9.882	13,7	11.319	15,0
- di cui: fondi di private equity	682	1,0	835	1,2	976	1,3
Immobili	11.521	17,6	8.754	12,2	6.687	8,9
Partecipazioni in società immobiliari	582	0,9	512	0,7	473	0,6
Polizze assicurative	435	0,7	417	0,6	391	0,5
Altre attività	5.913	9,0	6.408	8,9	6.648	8,8
<b>Totale attività</b>	<b>65.640</b>	<b>100,0</b>	<b>71.910</b>	<b>100,0</b>	<b>75.477</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>						
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>19.510</b>	<b>29,7</b>	<b>19.148</b>	<b>26,6</b>	<b>18.479</b>	<b>24,5</b>
- immobili	11.521	17,6	8.754	12,2	6.687	8,9
- fondi immobiliari	7.407	11,3	9.882	13,7	11.319	15,0
- partecipazioni in società immobiliari	582	0,9	512	0,7	473	0,6
<b>Investimenti in titoli di debito</b>	<b>22.430</b>	<b>34,2</b>	<b>25.325</b>	<b>35,2</b>	<b>26.325</b>	<b>34,9</b>
- titoli di Stato	12.938	19,7	15.238	21,2	14.193	18,8
- altri titoli di debito	6.530	9,9	6.612	9,2	6.266	8,3
- componente obbligazionaria tramite OICR armonizzati	2.962	4,5	3.475	4,8	5.866	7,8
<b>Investimenti in titoli di capitale</b>	<b>6.428</b>	<b>9,8</b>	<b>9.041</b>	<b>12,6</b>	<b>12.311</b>	<b>16,3</b>
- titoli di capitale	4.075	6,2	5.816	8,1	8.151	10,8
- componente azionaria tramite OICR armonizzati	2.353	3,6	3.225	4,5	4.160	5,5

*Nota:* Le componenti obbligazionaria e azionaria degli OICR armonizzati è stata calcolata applicando il metodo c.d. *look through*, sulla base delle informazioni disponibili per il 98,4% degli OICR armonizzati. Gli importi indicati per gli anni 2013-2014 sono stati aggiornati agli ultimi dati disponibili.

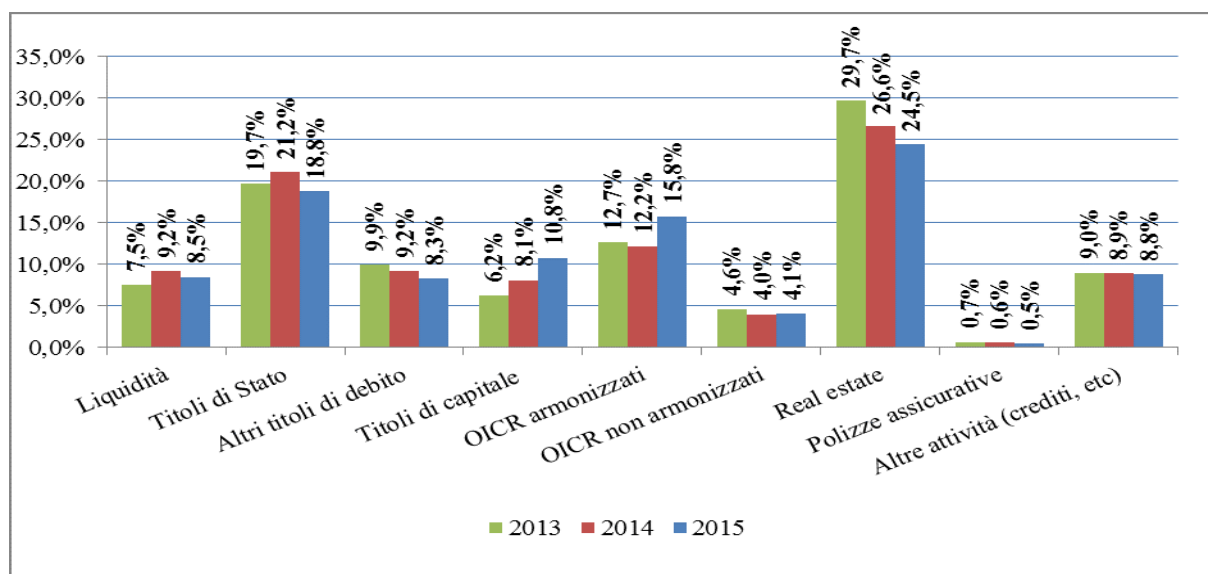
Il pannello superiore di Tavola 1, che contiene la ripartizione dell'attivo delle Casse, mostra che nel triennio 2013-2015 le risorse finanziarie investite in **titoli di Stato** sono aumentate da 12,9 a 14,2 mld di euro, in **titoli di capitale** da 4,1 a 8,2 mld di euro, in **OICR armonizzati** da 8,3 a 11,9 mld di euro, in **OICR non armonizzati** da 10,4 a 14,4 mld di euro. Quest'ultimo aumento riflette quasi interamente l'incremento delle risorse investite in **fondi immobiliari** (passati da 7,4 mld a 11,3 mld di euro). Per converso, l'ammontare investito **direttamente in immobili** si è invece ridotto da 11,5 a 6,7 mld di euro.

Il pannello inferiore della Tavola 1, che riaggrega le componenti dell'attivo, distinguendo gli investimenti immobiliari da quelli in titoli di debito e di capitale, tenendo conto anche degli investimenti effettuati tramite OICR, mostra che, nel triennio 2013-2015:

- gli **investimenti immobiliari** sono complessivamente diminuiti, passando da 19,5 mld di euro a 18,4 mld di euro.
- gli **investimenti in titoli di debito** sono invece complessivamente aumentati, passando da 22,4 a 26,3 mld di euro;
- gli **investimenti in titoli di capitale** sono sensibilmente aumentati, raddoppiando da 6,4 a 12,3 mld di euro.

La Figura 1 rappresenta l'evoluzione nel triennio del peso delle diverse componenti dell'attivo.

**Figura 1: Evoluzione nel triennio 2013-2015 delle componenti dell'attivo**



Nota: L'investimento in fondi immobiliari è incluso nella voce investimenti immobiliari mentre viene escluso da OICR non armonizzati.

La Figura 1 mostra:

- la riduzione del peso dell'investimento immobiliare di 5,2 punti percentuali;
- l'aumento del peso dei titoli di capitale di 4,6 punti percentuali;
- la lieve contrazione del peso dei titoli di Stato (0,9 punti percentuali) e degli altri titoli di debito (1,6 punti percentuali).

### ***Investimenti immobiliari***

Gli **investimenti immobiliari**, sia diretti sia indiretti attraverso fondi immobiliari (OICR) e partecipazioni in società immobiliari controllate dalle Casse, **continuano a costituire un elemento estremamente significativo nel complesso delle attività detenute, ancorché in progressiva riduzione.**

Complessivamente, gli investimenti immobiliari ammontano a **18,5 mld di euro (24,5% delle attività totali)**, in diminuzione di **2,1 punti percentuali** rispetto al 2014 e di **5,2 punti percentuali** rispetto al 2013. In valore assoluto la diminuzione nel triennio ammonta a circa **1 mld** di euro.

In 7 casi (2 in meno rispetto al 2014) l'incidenza della componente immobiliare sulle attività detenute è superiore al 30%; in 4 di questi casi supera il 40%, in 1 il 50%.

Gli **immobili di proprietà** delle Casse ammontano a 6,7 mld di euro e costituiscono l'**8,9%** delle attività totali (in diminuzione di 3,3 punti percentuali rispetto al 2014). Essi sono principalmente destinati a uso residenziale (44,8%), uffici (30,8%) e commerciale (8,2%).

Nel considerare la riduzione degli investimenti diretti in immobili, va peraltro osservato che su di essa hanno continuato a incidere in misura significativa i conferimenti operati a favore di fondi immobiliari (di cui la Cassa è di norma l'unico quotista), con conseguente incremento del peso degli OICR non armonizzati. Tali operazioni hanno portato 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 non rappresentano proventi monetari effettivi. Va anche evidenziato che due Casse, proprio in considerazione della connotazione meramente contabile di dette plusvalenze, le hanno invece accantonate – in un'ottica prudenziale – in uno specifico appostamento del passivo dello stato patrimoniale, neutralizzando in tal modo gli effetti a conto economico e rinviandoli al momento in cui le stesse saranno effettivamente monetizzate.

Anche per effetto di tali conferimenti, **i fondi immobiliari** continuano a essere la tipologia più rilevante di investimento immobiliare nell'ambito delle complessive attività delle Casse, per un totale di 11,3 mld di euro pari al **15%** delle stesse (in aumento di 1,3 punti percentuali rispetto al 2014).

Completano il quadro le **partecipazioni in società immobiliari controllate dalle Casse** che ammontano a 473 mln di euro pari allo **0,6%** delle attività totali (in lieve diminuzione rispetto all'anno precedente).

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

L'investimento in titoli obbligazionari, detenuti sia direttamente sia indirettamente attraverso OICR armonizzati ammonta complessivamente a **26,3 mld di euro, pari al 34,9% delle attività totali** (pannello inferiore della Tavola 1).

I **titoli obbligazionari detenuti direttamente (anche tramite mandati di gestione)** ammontano a **20,5 mld di euro** e costituiscono la quota più rilevante delle attività totali (**27,1%**), seppur in diminuzione di **3,3 punti percentuali** rispetto al 2014 e di 2,5 punti percentuali rispetto al 2013. I titoli obbligazionari detenuti direttamente sono distinti in **titoli di Stato** (in cui sono ricompresi anche i titoli emessi da organismi sovranazionali) ed **altri titoli di debito**.

### **I titoli di Stato:**

- ammontano a 14,2 mld di euro pari al **18,8%** delle attività totali (in diminuzione di 2,4 punti percentuali rispetto al 2014 e di 0,9 punti percentuali rispetto al 2013);
- per il **63,4%** sono costituiti da **emissioni della Repubblica italiana**.

### **Gli altri titoli di debito:**

- ammontano a 6,3 mld di euro, pari all'**8,3%** delle attività totali (in diminuzione di 0,9 punti percentuali rispetto al 2014 e di 1,6 punti percentuali rispetto al 2013);
- per poco più dei due terzi fanno riferimento a emittenti residenti nell'Unione europea e sono emessi da imprese finanziarie;
- per il **64,2%** sono quotati, per la parte rimanente (2,2 mld di euro) sono per lo più **obbligazioni strutturate** oggetto di risalenti operazioni di investimento. Le obbligazioni strutturate ammontano complessivamente, anche considerando una piccola componente di titoli quotati, a 2,4 mld di euro, pari al 3,2% delle attività totali, continuando a registrare una riduzione della propria incidenza sul complesso delle risorse detenute: esse per poco più di due terzi fanno capo ad una sola Cassa, per la quale rappresentano l'8,4% delle attività totali, e per il resto sono distribuite tra 10 Casse (per una delle quali la presenza delle obbligazioni in questione interessa anche le due gestioni patrimonialmente separate in essa istituite ai sensi del Decreto lgs. 103/1996), con percentuali di incidenza che vanno dallo 0,5% all'11,5%.

I **titoli obbligazionari detenuti indirettamente** tramite OICR armonizzati ammontano a **5,9** miliardi di euro.

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

Le risorse investite in titoli di capitale, direttamente e indirettamente mediante OICR armonizzati, ammontano complessivamente a **12,3 mld di euro, pari al 16,3% delle attività totali** (pannello inferiore della Tavola 1).



I **titoli di capitale detenuti direttamente (anche tramite mandati di gestione)** ammontano a **8,2 mld di euro**, pari al **10,8% delle attività totali**, in aumento di **2,7 punti percentuali** rispetto al 2014 e di **4,6 punti percentuali** rispetto al 2013. In gran parte (86,6%) si tratta di titoli quotati. Limitata, seppur in aumento nel triennio, è la presenza di titoli non quotati, complessivamente pari a 1,1 mld di euro. Per quanto riguarda la diversificazione per area geografica e settore produttivo si nota che i titoli di capitale detenuti direttamente fanno riferimento per il 58,5% a imprese residenti nell'Unione europea e sono maggiormente concentrati nel settore finanziario (33,1%).

I **titoli di capitale detenuti indirettamente tramite OICR armonizzati** ammontano a **4,2 mld di euro**.

### ***Gli OICR***

Gli **OICR**, comprensivi anche della quota di fondi immobiliari, ammontano a **26,3 mld di euro**, pari al **34,9% delle attività totali**, in aumento di **4,9 punti percentuali** rispetto al 2014 e di **6,3 punti percentuali** rispetto al 2013.

Gli **OICR armonizzati**, 11,9 mld di euro, pari al **15,8%** delle attività totali (in aumento di 3,6 punti percentuali rispetto al 2014 e di 3,1 punti percentuali rispetto al 2013), si riferiscono in prevalenza a fondi obbligazionari (48,1%) e azionari (33,4%).

Gli **OICR non armonizzati**, 14,4 mld di euro, pari al **19,1%** delle attività totali (in aumento di 1,3 punti percentuali rispetto al 2014 e di 3,2 punti percentuali rispetto al 2013), sono per la gran parte (78,7%) costituiti da **fondi immobiliari** (11,3 mld di euro, pari al **15%** delle attività totali); in minima parte sono presenti fondi di *private equity* per un ammontare di 976 mln di euro. Per tali strumenti finanziari sussistono inoltre 2 mld di euro di residui impegni di sottoscrizione.

### ***Altre componenti***

Nelle attività complessivamente detenute dalle Casse 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 6,4 mld di euro (8,5% delle attività totali), **polizze assicurative** di Ramo I, III e V per 391 mln di euro (0,5% delle attività totali) e **altre attività** per 6,6 mld di euro (8,8% delle attività totali), di cui 5,3 mld di euro rappresentativi di **crediti di natura contributiva**.

\* \* \*

Dopo aver esaminato la composizione del patrimonio mobiliare e immobiliare detenuto dalle Casse, si forniscono alcune informazioni in merito agli **strumenti finanziari derivati**, che sono presenti in 10 Casse (per una delle quali anche con riguardo alla gestione patrimonialmente separata in essa istituita ai sensi del Decreto lgs.103/96) e risultano

impiegati pressoché integralmente con finalità di copertura dei rischi propri della gestione finanziaria (di questi, per il 95,3% è impiegato per finalità di copertura del rischio di cambio).

A fine 2015 risultano aperte posizioni per un importo complessivo di 10,8 mld di euro. A tali posizioni corrisponde un valore di mercato (rappresentativo dei profitti/perdite ad essi connessi al 31 dicembre 2015) negativo per 500 mila euro; valore che va ovviamente considerato in chiave compensativa con l'incremento di valore degli investimenti oggetto di copertura.

## 2. INVESTIMENTI NEL “SISTEMA PAESE”

Grazie alle sue funzioni di vigilanza la COVIP dispone di una notevole mole di informazioni sul risparmio previdenziale di Casse, **75,5 mld di euro**, e dei Fondi pensione, **112,5 mld di euro**. Questo significativo patrimonio informativo permette di analizzare e confrontare la propensione di Casse e Fondi pensione all’investimento nel “Sistema Paese”, cui è dedicato il resto di questa sezione.

### Le Casse e l’investimento nel “Sistema Paese”

La Tavola 2 mostra gli investimenti delle Casse nel “Sistema Paese” (investimenti domestici) e al di fuori di esso (investimenti non domestici) per gli anni 2013-2015.

<b>Tavola 2: Gli investimenti domestici e non domestici delle Casse.</b> (dati di fine anno; importi in milioni di euro)									
	2013			2014			2015		
	Inves. dom.	Inves. non dom.	Totale	Inves. dom.	Inves. non dom.	Totale	Inves. dom.	Inves. non dom.	Totale
<b>Attività</b>									
Titoli di Stato	9.104	3.834	12.938	10.408	4.830	15.238	8.999	5.193	14.193
Altri titoli di debito	1.248	5.282	6.530	1.098	5.514	6.612	1.062	5.204	6.266
Titoli di capitale	1.265	2.810	4.075	1.517	4.299	5.816	2.669	5.483	8.151
OICR armonizzati	472	7.833	8.305	483	8.286	8.769	729	11.164	11.892
OICR non armonizzati	8.435	1.990	10.425	10.152	2.623	12.775	11.616	2.763	14.379
- di cui: fondi immobiliari	7.027	380	7.407	9.263	619	9.882	10.632	687	11.319
Immobili	11.521	-	11.521	8.754	-	8.754	6.687	-	6.687
Partecipazioni in società immobiliari	582	-	582	512	-	512	473	-	473
<b>Totale</b>	<b>32.627</b>	<b>21.749</b>	<b>54.376</b>	<b>32.924</b>	<b>25.552</b>	<b>58.476</b>	<b>32.234</b>	<b>29.806</b>	<b>62.041</b>
Liquidità			4.916			6.608			6.398
Polizze assicurative			435			417			391
Altre attività			5.913			6.408			6.648
<b>Totale attività</b>			<b>65.640</b>			<b>71.910</b>			<b>75.477</b>
<i>Per memoria:</i>									
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>19.130</b>	<b>380</b>	<b>19.510</b>	<b>18.529</b>	<b>619</b>	<b>19.148</b>	<b>17.792</b>	<b>687</b>	<b>18.479</b>
- immobili	11.521	-	11.521	8.754	-	8.754	6.687	-	6.687
- fondi immobiliari	7.027	380	7.407	9.263	619	9.882	10.632	687	11.319
- partecipazioni in società immobiliari	582	-	582	512	-	512	473	-	473

*Nota:* La ripartizione tra componente domestica e non domestica è stata stimata sulla base della distribuzione geografica dei titoli di debito e di capitale sottostanti agli OICR armonizzati (cd. *look through*). Per quanto riguarda gli OICR non armonizzati non essendo disponibili dati sulla composizione dei portafogli detenuti, si è fatto riferimento alla relativa domiciliazione in Italia. Gli importi indicati per gli anni 2013-2014 sono stati aggiornati sulla base degli ultimi dati disponibili.

Nel 2015 gli **investimenti domestici continuano a superare quelli non domestici**; tuttavia l’incidenza dei primi sulle attività complessivamente detenute decresce rispetto al 2014 ed al 2013. Infatti, gli investimenti domestici ammontano a 32,2 mld di euro, pari al 42,7% del totale delle attività (75,5 mld di euro), in diminuzione di 3,1 punti percentuali rispetto al 2014 e di 7 punti percentuali rispetto al 2013; gli investimenti non domestici si attestano a 29,8 mld

di euro, corrispondenti al 39,5% del totale delle attività, in aumento di 4 punti percentuali rispetto al 2014 e di 6,4 punti percentuali rispetto al 2013.

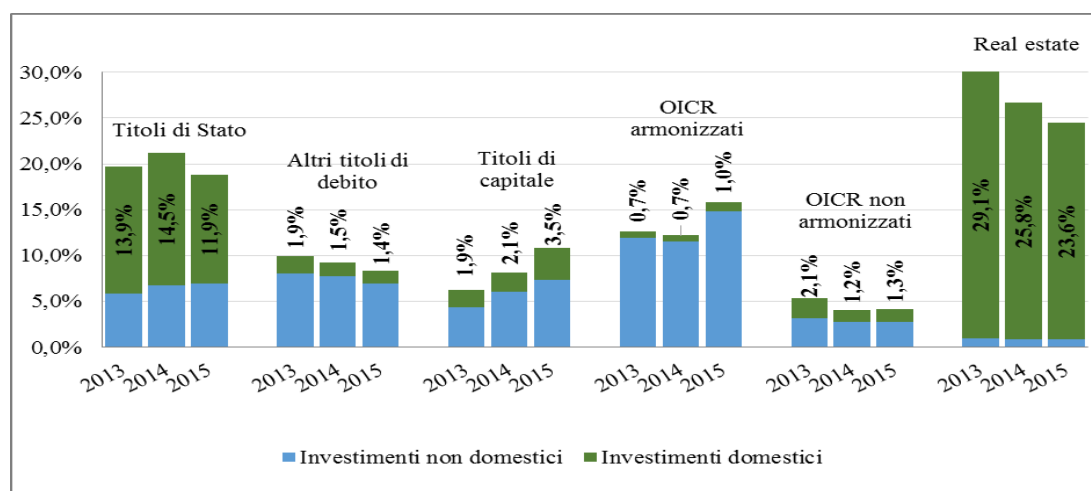
Si osserva che, laddove il peso degli investimenti domestici e di quelli non domestici fosse rapportato, invece che al totale delle attività, alle sole attività riportate nella pannello superiore di Tavola 2 – con esclusione quindi della liquidità (prevalentemente depositi bancari), delle polizze assicurative e delle altre attività (in larga misura crediti contributivi) – ponendo dunque al denominatore l'importo di 62 mld di euro, **l'incidenza delle due componenti sarebbe rispettivamente pari al 52% per gli investimenti domestici e al 48% per quelli non domestici.**

Nell'ambito degli investimenti domestici, le due componenti largamente prevalenti sono rappresentate dagli **investimenti immobiliari (17,8 mld di euro, pari al 23,6% delle attività totali)** e da quelli in **titoli di Stato (9 mld di euro, pari all'11,9% delle attività totali)**, la cui incidenza risulta in diminuzione rispetto al 2014 (rispettivamente di 2,2 e di 2,6 punti percentuali) e rispetto al 2013 (rispettivamente di 5,5 e di 2 punti percentuali).

Sono inoltre presenti **titoli di debito e di capitale** per un ammontare rispettivamente pari a **1,1 mld di euro** e a **2,7 mld di euro**, corrispondente al **4,9% delle attività totali**, che nel complesso presentano invece un peso in crescita di 1,3 punti percentuali rispetto al 2014 (e di 1,1 punti percentuali rispetto al 2013). Sul punto va rilevato che, stante l'invarianza degli investimenti obbligazionari, detto aumento è riconducibile agli impieghi azionari su cui ha inciso in maniera significativa anche l'intervenuta sottoscrizione – per 787,5 mln di euro – di quote del capitale della Banca d'Italia da parte di diverse Casse (in prevalenza nella massima percentuale consentita dalla normativa vigente).

La Figura 2 mostra l'evoluzione nel triennio 2013-2015 delle componenti dell'attivo ripartite tra investimenti domestici e non domestici. La figura evidenzia in particolare la riduzione della quota domestica degli investimenti immobiliari (5,5 punti percentuali nell'arco dei tre anni considerati) e dei titoli di Stato (2 punti percentuali) e l'incremento della quota domestica dei titoli di capitale (1,6 punti percentuali), a fronte di una lieve riduzione della quota domestica dei titoli di debito (0,5 punti percentuali).

**Figura 2: Ripartizione tra investimenti domestici e non domestici (evoluzione nel triennio 2013-2015)**



Nota: L'investimento in fondi immobiliari è incluso nella voce investimenti immobiliari mentre viene escluso da OICR non armonizzati.

## I Fondi pensione e l'investimento nel "Sistema Paese"

La Tavola 3 mostra che nei Fondi pensione **gli investimenti domestici** si attestano alla fine del 2015 a **38,5 mld di euro**, corrispondenti al **34,2% delle attività totali (112,5 mld di euro)**, mentre gli investimenti non domestici ammontano a **62,5 mld di euro**, pari al **55,6% delle attività totali**.

Se rapportate al solo totale degli investimenti (101 mld di euro), escludendo liquidità, polizze assicurative e altre attività, l'incidenza della quota allocata in Italia sarebbe pari al **38,1%** e quella in Paesi diversi dall'Italia pari al **61,9%**.

Nell'ambito degli investimenti domestici, l'investimento è quasi esclusivamente effettuato in **titoli di Stato (26,9%** delle attività totali).

<b>Tavola 3: Gli investimenti domestici e non domestici dei Fondi pensione.</b>						
<i>(dati di fine 2015; importi in milioni di euro)</i>						
	Investimenti domestici		Investimenti non domestici		Investimenti complessivi	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>						
Titoli di Stato	30.243	26,9	22.333	19,9	52.576	46,7
Altri titoli di debito	2.189	1,9	12.251	10,9	14.440	12,8
Titoli di capitale	1.004	0,9	16.874	15,0	17.878	15,9
OICR armonizzati	529	0,5	11.070	9,8	11.599	10,3
OICR non armonizzati	2.093	1,9	-	-	2.093	1,9
- di cui: fondi immobiliari	1.551	1,4	-	-	1.551	1,4
Immobili	1.970	1,8	-	-	1.970	1,8
Partecipazioni in società immobiliari	488	0,4	-	-	488	0,4
<b>Totale</b>	<b>38.516</b>	<b>34,2</b>	<b>62.528</b>	<b>55,6</b>	<b>101.044</b>	<b>89,8</b>
Liquidità					5.227	4,6
Polizze assicurative					1.021	0,9
Altre attività					5.210	4,6
<b>Totale complessivo</b>					<b>112.502</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>						
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>4.009</b>	<b>3,6</b>	-	-	<b>4.009</b>	<b>3,6</b>
- immobili	1.970	1,8	-	-	1.970	1,8
- fondi immobiliari	1.551	1,4	-	-	1.551	1,4
- partecipazioni in società immobiliari	488	0,4	-	-	488	0,4

*Nota:* 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. Per gli OICR armonizzati, la ripartizione fra investimenti domestici e non domestici è stata stimata. 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.

## Il confronto tra Casse e Fondi pensione

In sintesi, volendo svolgere alcune considerazioni di ordine comparativo tra l'allocazione degli investimenti a fine 2015 nelle Casse e nei Fondi pensione, si osserva che:

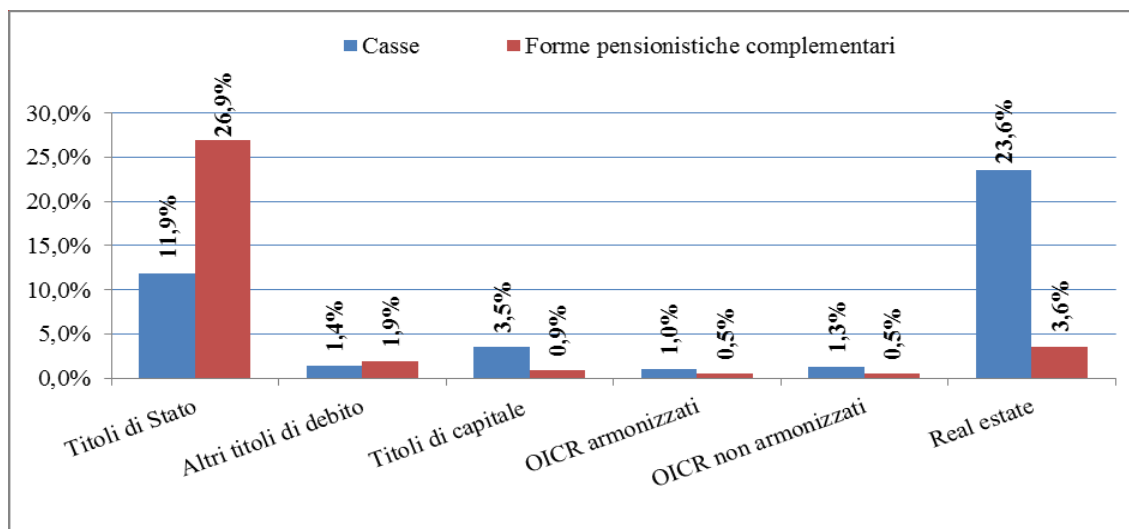
- la composizione del portafoglio delle Casse vede la rilevante presenza degli investimenti immobiliari (circa un quarto del totale delle attività); le altre principali attività sono i titoli di debito (circa il 27% del totale, di cui oltre i due terzi titoli di Stato), gli OICR armonizzati (circa il 16%) e i titoli di capitale (circa l'11%);
- nei Fondi pensione 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%). Gli investimenti immobiliari costituiscono nel complesso una componente residuale (poco meno del 4%) e perlopiù concentrati nei fondi pensione preesistenti.

Il quadro delle risorse allocate in Italia al 31 dicembre 2015, come mostrato dalla Figura 3, può essere così sintetizzato:

- **le Casse hanno investito nell'economia italiana 32,2 mld di euro (42,7% delle attività totali);** di questi:
  - 17,8 mld di euro (23,6% delle attività totali) sono costituiti da investimenti immobiliari;
  - 9 mld di euro (11,9% delle attività totali) sono investiti in titoli di Stato;
  - 3,8 mld di euro (4,9% delle attività totali) sono gli impieghi in titoli di debito e di capitale, così suddivisi: 1,1 mld in obbligazioni e 2,7 mld in azioni;
- **i Fondi pensione hanno investito nell'economia italiana 38,5 mld di euro (34,2% delle attività totali);** di questi:
  - 30,2 mld di euro (26,9% delle attività totali) sono costituiti da titoli di Stato;
  - 4 mld di euro (3,6% delle attività totali) sono costituiti da investimenti immobiliari;
  - 3,1 mld di euro (2,8% delle attività totali) sono gli impieghi in titoli emessi da imprese domestiche, così suddivisi: 2,1 mld in obbligazioni e 1 mld in azioni.

**Senza tener conto delle quote di Banca d'Italia sottoscritte dalle Casse (787,5 mln di euro), alle imprese italiane vanno pertanto nell'insieme 6,2 mld di euro, circa lo 0,2% delle loro passività finanziarie, di cui 3,2 mld di euro sotto forma di strumenti obbligazionari e 3 mld di euro di strumenti azionari.**

**Figura 3: Investimenti domestici in Casse e Fondi pensione a fine 2015**



Nota: L'investimento in fondi immobiliari è incluso nella voce investimenti immobiliari mentre viene escluso da OICR non armonizzati.

\*\*\*

### Prospettive di sviluppo

Per quanto attiene ai reali spazi di incremento delle risorse destinate al sostegno finanziario delle imprese domestiche potrebbe emergere una possibile diversa propensione fra Casse, da un lato, e forme pensionistiche complementari, dall'altro. Per le prime, laddove abbiano 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 sarebbero contenuti; per alcune di esse, infatti, 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.

Al riguardo, tenendo conto di un tessuto produttivo in cui prevalgono imprese di piccole e medie dimensioni, occorre comunque 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, interventi normativi mirati a rendere più compatibili gli investimenti nelle piccole e medie imprese con le esigenze previdenziali possono recare stimoli al maggior ruolo delle Casse e delle forme complementari nel sostegno finanziario alle imprese italiane.



### 3. MODALITÀ DI GESTIONE DELLE RISORSE E UTILIZZO DEL DEPOSITARIO

La Tavola 4 riporta la ripartizione delle attività secondo le modalità di gestione per gli anni 2013-2015. Nel 2015 **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 di cui la Cassa è sostanzialmente l'unico quotista) ammontano a **17,4 mld di euro**, pari al **23,1% del totale** (in aumento di 3 punti percentuali rispetto al 2014 e di 3,8 punti percentuali rispetto al 2013).

Nel 2015 le attività gestite indirettamente fanno capo a 50 gestori (6 in più rispetto al 2014, 7 in più rispetto al 2013). Per 6 gestori, a cui fa capo il 49,5% delle suddette attività, la percentuale di *asset under management* varia da un minimo del 5,1% a un massimo del 14,5%; per i restanti, la percentuale massima di *asset under management* è pari al 3,7%.

Le **attività gestite attraverso OICR**, diversi da quelli mobiliari sopra menzionati, e polizze assicurative ammontano a **24,1 mld di euro**, pari al **31,9% del totale** (in aumento di 4,3 punti percentuali rispetto al 2014 e di **7 punti percentuali rispetto al 2013**).

Le restanti attività – pari a **34 mld di euro**, corrispondenti al 45% del totale (in diminuzione di 7,3 punti percentuali rispetto al 2014 e di 10,8 punti percentuali rispetto al 2013) – sono gestite direttamente sulla base delle determinazioni assunte dai competenti organi delle Casse. Esse peraltro ricomprendono, per una quota di circa il 20%, le “altre attività” (6,6 mld di euro, perlopiù rappresentativi – come detto in precedenza – di crediti di natura contributiva).

**Tavola 4: Ripartizione delle attività a valori di mercato per modalità di gestione.**

(dati di fine anno; importi in milioni di euro)

	2013		2014		2015	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%
Attività gestite indirettamente	12.665	19,3	14.443	20,1	17.443	23,1
Attività gestite tramite OICR e polizze assicurative	16.366	24,9	19.829	27,6	24.068	31,9
Attività gestite direttamente	36.609	55,8	37.638	52,3	33.967	45,0
<b>Totale attività</b>	<b>65.640</b>	<b>100,0</b>	<b>71.910</b>	<b>100,0</b>	<b>75.477</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 di cui la Cassa è sostanzialmente l'unico quotista, dagli altri OICR e dalle polizze assicurative) ammontano quindi nel complesso a 41,5 mld di euro, pari al 55% del totale.

Le attività per le quali risulta presente un **depositario** ammontano a **26,3 mld di euro**, pari al **34,8% del totale**. Di queste, **17,2 mld di euro** si riferiscono alla gestione indiretta, rappresentando la quasi totalità di tale componente.

#### 4. ASSETTO REGOLAMENTARE E ORGANIZZATIVO IN MATERIA DI INVESTIMENTI – PRINCIPALI EVIDENZE

Per quanto attiene al profilo degli assetti regolamentari e organizzativi in materia di investimenti, deve rilevarsi come, pur in assenza dell'adozione del previsto regolamento sugli investimenti, sui conflitti di interesse e sulla banca depositaria (di cui al citato art. 14 del D. L. n. 98/2011), **la funzione di vigilanza svolta comunque in questi anni dalla COVIP, quale interfaccia tecnico dei Ministeri del lavoro e dell'economia, ha agevolato l'adozione e il progressivo miglioramento di detti assetti.**

La mancanza di un quadro regolamentare definito ha indotto le Casse a prendere a riferimento, **nella definizione degli assetti regolamentari ed organizzativi (e dei relativi Documenti), la disciplina sulla previdenza complementare e, in particolare, 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 sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione, aggiornato con il D.M. 166/2014.**

Tuttavia, **la circostanza che tali previsioni non risultano cogenti per le Casse, ha determinato da parte delle stesse significative rielaborazioni della disciplina, riconducibili all'autonomia decisionale delle stesse.**

Ne consegue che **gli assetti e i documenti adottati si presentano allo stato assai variegati quanto a struttura e 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 dei documenti stessi.

Parimenti si rileva con riguardo alla **governance adottata in materia di investimenti**, che le Casse si sono dotate di **assetti variamente articolati**, anche in funzione della dimensione delle attività detenute e della complessità della politica di investimento perseguita.

In proposito non può non rilevarsi come l'adozione di una disciplina compiuta e definita in materia di investimenti non solo agevolerebbe l'azione di vigilanza delle diverse Istituzioni coinvolte ma favorirebbe anche il miglioramento della *governance* delle Casse, e dunque un più adeguato processo di impiego delle rilevanti risorse gestite, a tutela e protezione del risparmio previdenziale dei liberi professionisti.

Ciò posto, si evidenziano di seguito gli aspetti più significativi emersi in occasione del referto reso ai Ministeri vigilanti per il 2015 (che in alcuni casi ha peraltro dato evidenza – per questi aspetti – anche delle iniziative adottate nei primi mesi del corrente anno).

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

- **16 Casse (2 in più rispetto a quanto rilevato per il 2014) hanno definito una propria disciplina in materia di investimenti** volta alla formalizzazione e procedimentalizzazione 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 alcune di queste Casse la regolamentazione in questione è stata adottata solamente in tempi recenti, con la conseguenza che la relativa implementazione operativa non risulta ancora avviata ovvero realizzata appieno;

- **4 Casse non hanno ancora provveduto** all'adozione di una propria disciplina in materia di investimenti, **anche se 2 di esse hanno rappresentato di aver già predisposto un documento sulla politica di investimento non ancora formalizzato dai competenti organi, mentre una terza Cassa ha rappresentato che avrebbe provveduto entro il corrente anno alla predisposizione di siffatta regolamentazione interna.**

Nell'ambito delle predette 16 Casse che si sono già dotate di forme di regolamentazione interna in materia di investimenti si rileva inoltre quanto segue:

- **6 Casse hanno sottoposto tali documenti ai Ministeri vigilanti ai fini dell'approvazione** ai sensi dell'art. 3, comma 2, lettera a), del Decreto lgs. 509/1994.

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

**Sotto il profilo della governance adottata in materia di investimenti, le Casse si presentano** – come detto – **dotate 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 Casse prevedono la presenza di una o più commissioni/comitati consultivi** la cui composizione si presenta piuttosto variegata, prevedendosi comunque solitamente la partecipazione, oltre che di consiglieri, dei soggetti – sia interni che esterni – coinvolti nel processo di investimento, talvolta con mere funzioni di supporto alle istruttorie di competenza. Più specificamente, in 7 di esse sono presenti distinte commissioni competenti per la componente mobiliare e per quella immobiliare (per quest'ultima, talvolta con la sola funzione di esprimersi sulla congruità dei canoni di locazione e dei prezzi di compravendita); in una è presente solamente la commissione competente su dette valutazioni di congruità inerenti alla componente immobiliare;
- **tutte le Casse 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 queste, **11 dispongono inoltre di una unità organizzativa specificamente dedicata agli investimenti immobiliari**;
- **tutte le Casse hanno fatto ricorso a uno (10 Casse) o più advisor (10 Casse)**, 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 (inerente alla componente sia mobiliare che immobiliare), quali – a titolo esemplificativo – l'analisi di tipo *Asset and 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, **14 Casse 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.