

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

## Le politiche di investimento

Quadro di sintesi  
**Anno 2016**



**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

L'articolo 14 del Decreto legge 98/2011 ha attribuito alla COVIP le funzioni di vigilanza sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio degli Enti previdenziali ex Decreto lgs. 509/1994 e Decreto lgs. 103/1996 (di seguito, per semplicità, Casse<sup>1</sup>), delegando ad un decreto la disciplina in materia di investimento delle risorse finanziarie, di conflitti di interessi e di depositario.

Tuttavia, l'iter di approvazione di tale regolamento non risulta ancora concluso. Le Casse risultano ad oggi gli unici investitori istituzionali affrancati da una regolamentazione unitaria in materia, regolamentazione che, ad esempio, è di livello primario e secondario per i Fondi pensione, coerentemente con l'assetto definito a livello comunitario.

Nonostante un quadro normativo ancora incompleto, la COVIP ha comunque svolto in questi anni le proprie funzioni di controllo trasmettendo puntuali e dettagliati referti ai Ministeri vigilanti ma anche svolgendo diversi approfondimenti su specifici aspetti della gestione degli enti, anche attraverso iniziative di carattere ispettivo. In tale ambito ha posto particolare attenzione alla correttezza e linearità del processo decisionale seguito nelle scelte di investimento, al ruolo svolto dagli *advisor*, ai sistemi di controllo della gestione finanziaria, oltre che alla verifica di specifiche operazioni poste in essere.

Sulla base della complessiva attività di analisi e vigilanza svolta, la COVIP ha acquisito una rilevante mole di dati e di informazioni, caratterizzati da un significativo grado di omogeneità. Di tale patrimonio informativo, in progressiva crescita, l'Autorità ha dato conto, mettendo a disposizione, anche per il tramite del proprio sito *web*, un quadro di sintesi sugli aspetti più significativi emersi dalle rilevazioni effettuate.

Nel prosieguo si fornisce pertanto – in chiave aggregata - un quadro aggiornato a fine 2016 degli aspetti più significativi emersi dall'attività di analisi e vigilanza condotta dalla COVIP. Il quadro può rappresentare un riferimento informativo utile alla definizione di decisioni in materia di regolazione e di vigilanza di un settore cruciale nell'economia italiana, anche per la natura obbligatoria del risparmio previdenziale che le Casse gestiscono.

La sezione 1 presenta 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. La sezione 3 documenta la rilevanza quantitativa delle diverse modalità di gestione. La sezione 4 offre un quadro di sintesi sugli assetti regolamentari e organizzativi in materia di investimenti.

---

<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.



## 1. LE RISORSE DEL SETTORE

Alla fine del 2016, il valore di mercato delle **attività totali** delle Casse ammonta a **80 miliardi di euro** (cfr. Tav. 1); l'aumento rispetto al 2015 è di **4,6 miliardi** (circa il 6 per cento in più).

**Tav. 1**

**Casse. Composizione dell'attivo a valori di mercato.**  
(dati di fine anno; importi in milioni di euro)

	2015		2016	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità	6.221	8,2	6.449	8,1
Titoli di Stato	13.895	18,4	14.414	18,0
Altri titoli di debito	5.963	7,9	5.111	6,4
- quotati	3.737	5,0	3.724	4,7
- non quotati	2.226	3,0	1.387	1,7
Titoli di capitale	7.590	10,1	7.690	9,6
- quotati	6.501	8,6	6.390	8,0
- non quotati	1.089	1,4	1.299	1,6
OICVM	13.158	17,4	16.668	20,8
- di cui: componente obbligazionaria <sup>(1)</sup>	6.464	8,6	8.359	10,4
- di cui: componente azionaria <sup>(1)</sup>	4.721	6,3	5.551	6,9
Altri OICR	14.451	19,2	15.749	19,7
- di cui: fondi immobiliari	11.319	15,0	12.694	15,9
- di cui: fondi di private equity	975	1,3	1.238	1,5
Immobili	6.687	8,9	5.824	7,3
Partecipazioni in società immobiliari	473	0,6	533	0,7
Polizze assicurative	391	0,5	465	0,6
Altre attività	6.606	8,8	7.132	8,9
<b>Totale attività</b>	<b>75.435</b>	<b>100,0</b>	<b>80.035</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>				
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>18.479</b>	<b>24,5</b>	<b>19.050</b>	<b>23,8</b>
- immobili	6.687	8,9	5.824	7,3
- fondi immobiliari	11.319	15,0	12.694	15,9
- partecipazioni in società immobiliari	473	0,6	533	0,7
<b>Investimenti obbligazionari</b>	<b>26.325</b>	<b>34,9</b>	<b>27.885</b>	<b>34,8</b>
- titoli di Stato	13.895	18,4	14.414	18,0
- altri titoli di debito	5.963	7,9	5.111	6,4
- componente obbligazionaria sottostante gli OICVM	6.467	8,6	8.359	10,4
<b>Investimenti azionari</b>	<b>12.311</b>	<b>16,3</b>	<b>13.241</b>	<b>16,5</b>
- titoli di capitale	7.590	10,0	7.690	9,6
- componente azionaria sottostante gli OICVM	4.721	6,3	5.551	6,9

(1) Si tratta dei titoli di debito e dei titoli di capitale sottostanti gli OICVM (c.d. *look through*); gli ulteriori attivi ad essi sottostanti, pari a 2,7 miliardi di euro, sono costituiti per circa l'80 per cento da liquidità. Tali valori sono stati stimati sulla base delle informazioni di dettaglio sulla composizione degli OICVM disponibili per circa il 90 per cento degli stessi. Gli importi indicati per il 2015 sono stati aggiornati agli ultimi dati disponibili.

A fine 2016, le Casse detengono 19,5 miliardi di euro di **titoli di debito**, circa 300 milioni in meno rispetto al 2015; tra i titoli di debito, l'ammontare investito in **titoli di Stato** è salito da 13,9 a 14,4 miliardi mentre gli **altri titoli di debito**, 5,1 miliardi, registrano una diminuzione di circa 800 milioni di euro.

Gli impieghi in **titoli di capitale** ammontano a 7,7 miliardi di euro rispetto ai 7,6 del 2015. Per quanto riguarda gli investimenti in **OICR** si rilevano incrementi, rispettivamente, da 13,2 a 16,7 miliardi di euro per le quote di **OICVM** e da 14,5 a 15,7 miliardi per le quote di **altri OICR**; in quest'ultimo caso, l'aumento è imputabile quasi per l'intero ai **fondi immobiliari** che salgono da 11,3 a 12,7 miliardi di euro.

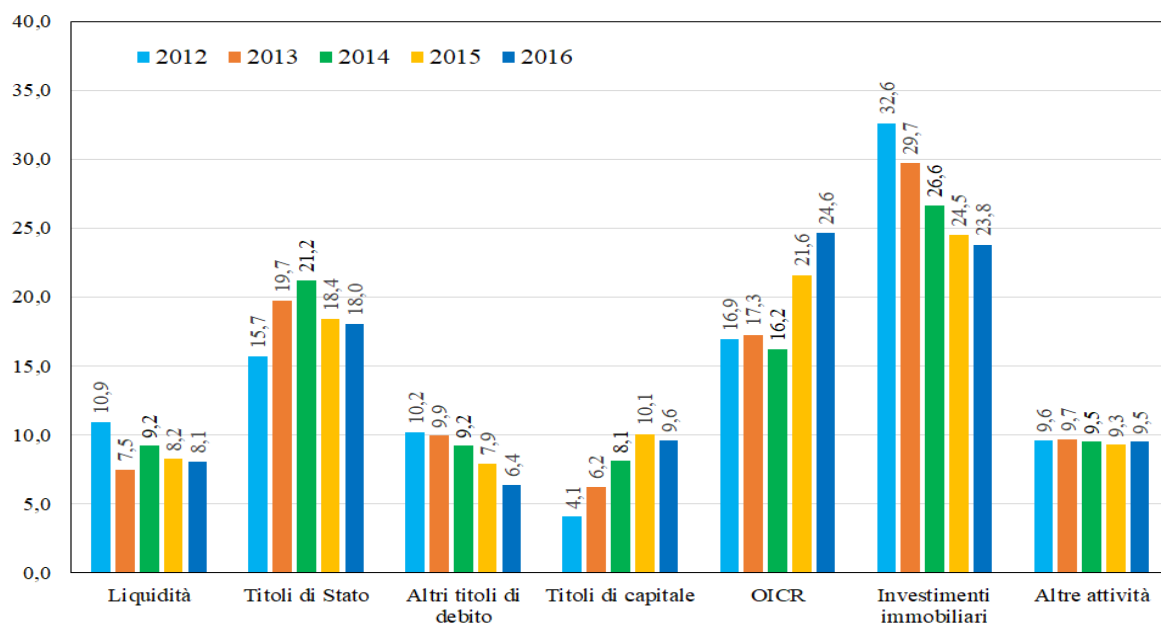
L'analisi dell'evoluzione delle principali classi di attività condotta su un arco temporale più esteso e pari agli ultimi cinque anni (cfr. Tav. 2) mostra che:

- si è ridotto in modo consistente il peso degli **investimenti immobiliari**, comprensivi anche delle quote di fondi immobiliari, passato dal 32,6 per cento dell'attivo a fine 2012 al 23,8 di fine 2016; in valore assoluto, il totale degli investimenti immobiliari rimane tuttavia rilevante (19,1 miliardi di euro rispetto ai 19,6 del 2012);
- è salita l'incidenza dei **titoli di Stato**, dal 15,7 per cento del 2012 al 18 del 2016; è, invece, scesa la quota degli **altri titoli di debito** dal 10,2 al 6,4 per cento;
- si è incrementato in modo significativo il peso delle quote di **OICR** considerate al netto dei fondi immobiliari: 24,6 per cento rispetto al 16,9 del 2012;
- è aumentata l'incidenza dei **titoli di capitale**: dal 4,1 per cento del 2012 al 9,6 del 2016.

**Tav. 2**

**Casse. Principali classi di attività<sup>(1)</sup>.**

(dati di fine anno; valori in percentuale delle attività totali)



(1) Le quote di fondi immobiliari sono incluse nella voce "Investimenti immobiliari" ed escluse dalla voce "OICR". Le polizze assicurative sono incluse nella voce "Altre attività".

La riaggregazione delle componenti dell'attivo, ottenuta tenendo conto delle componenti obbligazionaria e azionaria sottostanti gli OICVM detenuti (cfr. Tav. 1), mostra che alla fine del 2016:

- gli **investimenti immobiliari**, 19,1 miliardi di euro, costituiscono il 23,8 per cento dell'attivo (24,5 nel 2015); tra le diverse componenti, aumenta l'incidenza delle quote di fondi immobiliari (dal 15 al 15,9 per cento) mentre diminuisce quella degli immobili detenuti direttamente (dall'8,9 al 7,3 per cento);
- gli **investimenti in titoli di debito**, 27,9 miliardi, costituiscono il 34,8 per cento dell'attivo (34,9 nel 2015); tra le diverse componenti, diminuiscono gli investimenti diretti (complessivamente, dal 26,3 al 24,4 per cento) e aumenta la componente obbligazionaria negli OICVM (dall'8,6 al 10,4 per cento);
- gli **investimenti in titoli di capitale**, 13,2 miliardi di euro, costituiscono il 16,5 per cento dell'attivo (16,3 nel 2015); tra le diverse componenti, si registra una diminuzione degli investimenti diretti (0,4 punti percentuali) e un aumento della componente azionaria negli OICVM (0,6 punti percentuali).

### ***Investimenti immobiliari***

Gli **investimenti immobiliari**, comprensivi della componente detenuta attraverso le quote di fondi immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari controllate dalle Casse, ammontano a **19,1 miliardi** di euro; il loro peso in percentuale dell'attivo rimane significativo (23,8 per cento) ancorché in ulteriore riduzione di 0,7 punti percentuali rispetto al 2015.

In 6 casi (uno in meno rispetto al 2015), la componente immobiliare supera il 30 per cento delle attività; in uno di questi, l'incidenza è superiore al 50 per cento.

Gli **immobili di proprietà** delle Casse totalizzano **5,8 miliardi** di euro, il 7,3 per cento delle attività totali. Se confrontati con il dato di fine 2012 emerge un calo considerevole sia in valore assoluto (circa 7 miliardi di euro), sia in percentuale dell'attivo (circa 14 punti percentuali).

Il 70 per cento degli immobili è ubicato nel centro Italia (il 95 per cento di questi si trova a Roma); circa un quarto è localizzato nel nord del Paese (per i tre quarti concentrati a Milano). La destinazione d'uso prevalente è quella residenziale (44,9 per cento), seguita da uso uffici (28,1 per cento), strumentale (10 per cento) e commerciale (9 per cento).

Sulla riduzione degli immobili detenuti direttamente hanno continuato a incidere in misura significativa i conferimenti a favore di fondi immobiliari (di cui la Cassa è di norma l'unico quotista). In termini contabili, tali operazioni hanno quasi sempre generato cospicue plusvalenze (per il più elevato valore attribuito ai cespiti conferiti rispetto ai corrispondenti valori iscritti a bilancio), senza tuttavia dar luogo a proventi monetari effettivi e, quindi, a nuove risorse. Proprio in considerazione della connotazione meramente contabile di dette plusvalenze, una Cassa le ha accantonate – in un'ottica prudenziale – in uno specifico appostamento del passivo dello stato patrimoniale, neutralizzando in tal modo gli effetti

economici e patrimoniali e rinviandoli al momento della loro effettiva monetizzazione. A tale ultima finalità, un'ulteriore Cassa ha adottato un'altra soluzione contabile.

Per effetto delle operazioni di conferimento, **i fondi immobiliari** costituiscono la componente maggioritaria degli investimenti immobiliari delle Casse, **12,7 miliardi** di euro. Se confrontati con il dato di fine 2012 emerge un aumento considerevole sia in valore assoluto (circa 6 miliardi di euro), sia in percentuale (circa 5 punti percentuali).

Il 95 per cento degli immobili sottostanti i fondi immobiliari è localizzato in Italia. La destinazione d'uso prevalente è uffici (44 per cento), seguita da residenziale (25 per cento) e commerciale (18 per cento).

Completano il quadro le **partecipazioni in società immobiliari controllate dalle Casse** che ammontano a **533 milioni** di euro pari allo 0,7 per cento delle attività totali, valore che negli ultimi anni è rimasto sostanzialmente stabile.

### ***Investimenti obbligazionari***

I **titoli obbligazionari**, inclusa la componente di titoli di debito sottostante gli OICVM detenuti, si attestano nel complesso a **27,9 miliardi** di euro; essi costituiscono il 34,8 per cento delle attività, valore sostanzialmente invariato rispetto al 2015.

Al netto della componente obbligazionaria sottostante gli OICVM detenuti, i **titoli di debito** ammontano a **19,5 miliardi** di euro; in termini percentuali costituiscono la quota più rilevante delle attività (24,4 per cento), seppur in diminuzione di 1,9 punti percentuali rispetto al 2015. I titoli di debito sono distinti in titoli di Stato (in cui sono ricompresi anche i titoli emessi da organismi sovranazionali) e altri titoli di debito.

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

- totalizzano **14,4 miliardi** di euro, il 18 per cento delle attività (in diminuzione di 0,4 punti percentuali rispetto al 2015);
- per il **61** per cento sono costituiti da **emissioni della Repubblica italiana**; tra gli altri emittenti sovrani, i restanti Paesi dell'Area dell'euro formano il 16 per cento, gli Stati Uniti il 13 per cento e il Giappone il 3 per cento.

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

- corrispondono a **5,1 miliardi** di euro, il 6,4 per cento delle attività (scesi di 1,5 punti percentuali rispetto al 2015);
- per il **50** per cento si riferiscono a **emittenti residenti in Paesi dell'Area dell'euro**; l'11 per cento è emesso da soggetti residenti in altri Paesi dell'Unione europea, il 26 per cento da emittenti statunitensi;
- per il **59** per cento sono emessi da imprese finanziarie;
- per il **73** per cento sono quotati; la parte rimanente (circa 1,4 miliardi di euro) è per i due terzi formata da obbligazioni strutturate oggetto di risalenti operazioni di investimento;



- le obbligazioni strutturate, inclusa anche la componente di titoli quotati, ammontano a 1,2 miliardi di euro; l'incidenza sul complesso delle risorse detenute dalle Casse, circa l'1,5 per cento, prosegue nella tendenza decrescente (era il 6,3 per cento nel 2012). I due terzi di tali strumenti finanziari fanno capo a una sola Cassa, per la quale il peso sul totale dell'attivo si attesta al 3,9 per cento; per il resto sono distribuite tra 7 Casse (per una delle quali la presenza delle obbligazioni in questione interessa anche una delle due gestioni patrimonialmente separate in essa istituite ai sensi del Decreto lgs. 103/1996), con percentuali di incidenza che vanno dallo 0,5 al 7,4 per cento.

Per quanto riguarda la **componente obbligazionaria degli OICVM** detenuti, essa ammonta a **8,4 miliardi** di euro, il 10,4 per cento delle attività (in aumento di 1,8 punti percentuali rispetto al 2015).

Rispetto ai titoli detenuti direttamente, il portafoglio obbligazionario sottostante gli OICVM presenta alcune differenze:

- è in prevalenza costituito da titoli *corporate* (**63** per cento);
- è investito per la maggior parte in Paesi dell'Area dell'euro diversi dall'Italia (**30** per cento), negli Stati Uniti (27 per cento) e nei Paesi non aderenti all'OCSE (16 per cento).

### ***Investimenti azionari***

I **titoli azionari**, inclusa la componente di titoli di capitale sottostante gli OICVM detenuti, ammontano complessivamente a **13,2 miliardi** di euro; essi costituiscono il 16,5 per cento del totale dell'attivo, incrementandosi di 0,2 punti percentuali rispetto al 2015.

Al netto della componente azionaria sottostante gli OICVM detenuti, i **titoli di capitale** ammontano a **7,7 miliardi** di euro; essi si ragguagliano al 9,6 per cento delle attività, registrando una riduzione di 0,4 punti percentuali rispetto al 2015.

Più in dettaglio:

- circa il **52** per cento si riferisce all'Area dell'euro; seguono gli Stati Uniti (20 per cento), gli altri Paesi dell'Unione europea (10 per cento) e il Giappone (7 per cento);
- circa il **32** per cento fa capo al settore finanziario; seguono il settore delle *utilities* (11 per cento), l'energetico (10 per cento) e l'industriale (9 per cento).

Per quanto riguarda la **componente azionaria degli OICVM** detenuti, essa ammonta a **5,6 miliardi** di euro, il 6,9 per cento delle attività (in aumento di 0,6 punti percentuali rispetto al 2015).

Rispetto ai titoli detenuti direttamente, il portafoglio azionario sottostante gli OICVM presenta alcune differenze:

- è in prevalenza investito negli Stati Uniti (**34** per cento); seguono l'Area dell'euro (25 per cento) e i Paesi non aderenti all'OCSE (14 per cento);
- è per la maggior parte investito nel settore dei beni di consumo (**25** per cento); seguono il finanziario (19 per cento), l'*information technology* (13 per cento) e l'industriale (11 per cento).

## ***OICR***

Gli **OICR**, comprensivi anche dei fondi immobiliari, ammontano a **32,4 miliardi** di euro; essi corrispondono al 40,5 per cento delle attività, in aumento di 3,9 punti percentuali rispetto al 2015.

Gli OICR si distinguono in OICVM e altri OICR.

Gli **OICVM** ammontano a **16,7 miliardi** di euro, il 20,8 per cento delle attività (in aumento di 3,4 punti percentuali rispetto al 2015); essi si riferiscono in prevalenza a fondi obbligazionari e monetari (48 per cento), azionari (24 per cento) e bilanciati (12 per cento).

Gli **altri OICR** totalizzano **15,7 miliardi** di euro, il 19,7 per cento delle attività totali (in aumento di 0,5 punti percentuali rispetto al 2015); per essi sussistono inoltre 2 miliardi di euro di residui impegni di sottoscrizione. Tali strumenti finanziari sono per i quattro quinti costituiti da **fondi immobiliari** (12,7 miliardi di euro); sono presenti anche fondi di *private equity* per un ammontare di 1,2 miliardi di euro.

## ***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 miliardi di euro (8,1 per cento del totale), **polizze assicurative** di Ramo I, III e V per 465 milioni di euro (0,6 per cento) e **altre attività** per 7,1 miliardi di euro (8,9 per cento), di cui 5,8 miliardi di euro rappresentativi di **crediti di natura contributiva**. L'incidenza di tali componenti sul totale delle attività è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al 2015.

In 8 Casse (per una delle quali anche con riguardo alla gestione patrimonialmente separata in essa istituita ai sensi del Decreto lgs.103/96), tra le **altre attività** sono anche presenti – a seguito delle modifiche apportate dal Decreto lgs. 139/2015 alla disciplina codicistica in materia di bilancio – strumenti finanziari derivati per un valore di mercato di 49 milioni di euro; ciò a fronte di 119,4 milioni presenti tra le “Altre passività” (ossia quelle non rappresentative di impegni connessi all'erogazione, a qualunque titolo, di prestazioni a favore della platea di riferimento). Si tratta di strumenti finanziari derivati impiegati pressoché integralmente con finalità di copertura del rischio di cambio riferiti a investimenti denominati in divisa diversa dall'euro, il cui valore di mercato (rappresentativo dei profitti/perdite correnti ad essi connessi) risulta nel complesso negativo per 70,4 milioni di euro<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> In tre casi, riferibili a due ulteriori Casse e a una Cassa già ricompresa in quelle sopra richiamate, in cui l'adeguamento alle modifiche apportate dal Decreto lgs. 139/2015 alla disciplina codicistica in materia di bilancio è rispettivamente non intervenuto e intervenuto solo parzialmente, sussistono inoltre strumenti derivati attivi per 59 mila euro e strumenti derivati passivi per 578 mila euro, per un valore di mercato complessivo negativo per 519 mila euro. Tali valori però, proprio a causa del suddetto mancato adeguamento, non sono evidenziati tra le attività e le passività dello stato patrimoniale.

## 2. INVESTIMENTI NEL “SISTEMA PAESE”

Il **risparmio previdenziale** canalizzato verso Casse e forme pensionistiche complementari (di seguito “Fondi pensione”) ha raggiunto dimensioni ragguardevoli. A fine 2016, il totale complessivo delle risorse si attesta a **231,3 miliardi** di euro, il **14,1** per cento del PIL, così suddiviso: 80 miliardi di euro appannaggio delle Casse e 151,3 miliardi dei Fondi pensione.

La disponibilità di informazioni sulla composizione dell’attivo di Casse e Fondi pensione permette di ricostruire la rispettiva propensione all’investimento in attività domestiche (c.d. “Sistema Paese”), tema che riveste notevole importanza nel dibattito corrente e al quale è dedicato il resto di questa sezione.

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

Gli **investimenti domestici** delle Casse ammontano a **32,9 miliardi** di euro, il **41,1** per cento delle attività, in diminuzione di 1,7 punti percentuali rispetto al 2015 (cfr. Tav. 3); di poco superiori gli **investimenti non domestici**, che si attestano a **33,1 miliardi**, corrispondenti al **41,4** per cento del totale, registrando un aumento di 1,7 punti percentuali rispetto al 2015.

**Tav. 3**

#### Casse. Investimenti domestici e non domestici<sup>(1)</sup>.

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

	2015						2016					
	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%
<b>Attività</b>												
Titoli di Stato	8.994	11,9	4.900	6,5	13.895	18,4	8.825	11,0	5.589	7,0	14.414	18,0
Altri titoli di debito	1.061	1,4	4.901	6,5	5.963	7,9	983	1,2	4.128	5,2	5.111	6,4
Titoli di capitale	2.667	3,5	4.923	6,5	7.590	10,1	2.934	3,7	4.756	5,9	7.690	9,6
OICVM	806	1,1	12.352	16,4	13.158	17,4	906	1,1	15.762	19,7	16.668	20,8
Altri OICR	11.609	15,4	2.842	3,8	14.451	19,2	12.861	16,1	2.888	3,6	15.749	19,7
- di cui: fondi immobiliari	10.626	14,1	693	0,9	11.319	15,0	11.767	14,7	927	1,2	12.694	15,9
Immobili	6.687	8,9	-	-	6.687	8,9	5.824	7,3	-	-	5.824	7,3
Part. in società immob.	473	0,6	-	-	473	0,6	533	0,7	-	-	533	0,7
<b>Totale</b>	<b>32.298</b>	<b>42,8</b>	<b>29.919</b>	<b>39,7</b>	<b>62.217</b>	<b>82,5</b>	<b>32.866</b>	<b>41,1</b>	<b>33.123</b>	<b>41,4</b>	<b>65.990</b>	<b>82,5</b>
Liquidità					6.221	8,2					6.449	8,1
Polizze assicurative					391	0,5					465	0,6
Altre attività					6.606	8,8					7.132	8,9
<b>Totale attività</b>					<b>75.435</b>	<b>100,0</b>					<b>80.035</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>												
<b>Investimenti immob.</b>	<b>17.785</b>	<b>23,6</b>	<b>693</b>	<b>0,9</b>	<b>18.478</b>	<b>24,5</b>	<b>18.123</b>	<b>22,6</b>	<b>927</b>	<b>1,2</b>	<b>19.050</b>	<b>23,8</b>
- immobili	6.687	8,9	-	-	6.687	8,9	5.824	7,3	-	-	5.824	7,3
- fondi immobiliari	10.626	14,1	693	0,9	11.319	15,0	11.767	14,7	927	1,2	12.694	15,9
- part. in società immob.	473	0,6	-	-	473	0,6	533	0,7	-	-	533	0,7

(1) Per gli OICVM, la ripartizione tra componente domestica e non domestica è stata stimata sulla base della distribuzione geografica dei titoli di debito e di capitale ad essi sottostanti (c.d. *look through*). Per quanto riguarda i fondi immobiliari, per il 2016 si è fatto riferimento all’ubicazione degli immobili in portafoglio, mentre per il 2015, non essendo disponibili dati sulla composizione dei portafogli detenuti, si è fatto riferimento alla relativa domiciliazione in Italia. Tale ultimo criterio è stato utilizzato, sia per il 2015 che per il 2016, anche per gli altri OICR.

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 nel pannello superiore di Tav. 3 – 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 66 miliardi di euro, **l'incidenza delle due componenti sarebbe, rispettivamente, il 49,8 per cento per gli investimenti domestici e il 50,2 per cento per quelli non domestici.**

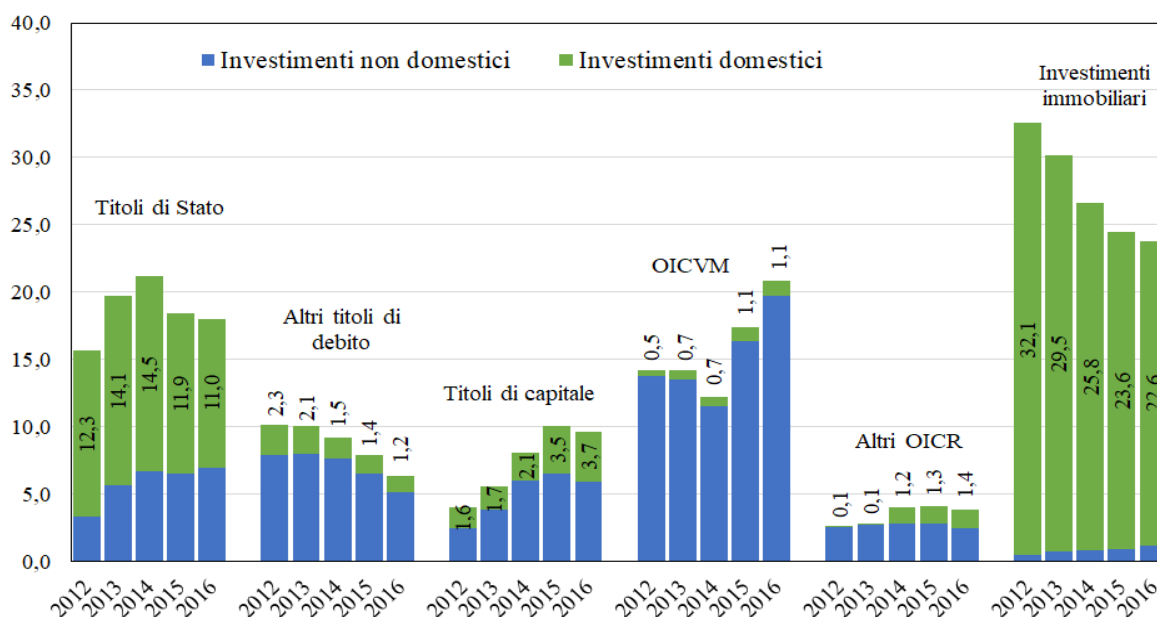
Nell'ambito degli investimenti domestici, restano predominanti gli **investimenti immobiliari (18,1 miliardi di euro, il 22,6 per cento delle attività totali)** e i **titoli di Stato (8,8 miliardi di euro, l'11 per cento delle attività totali)**; nel confronto con il 2015, l'incidenza sul totale delle attività registra una diminuzione, rispettivamente, di circa un punto percentuale.

Sono inoltre presenti **titoli di debito e di capitale** per un ammontare rispettivamente pari a **1** e a **2,9 miliardi di euro**; nell'insieme, essi corrispondono al **4,9 per cento delle attività**, percentuale sostanzialmente stabile rispetto al 2015. Sul punto va rilevato che nell'ambito dei titoli di capitale figura il controvalore delle quote del capitale della Banca d'Italia sottoscritte da 8 Casse per circa un miliardo di euro (in tre casi la sottoscrizione è avvenuta nella massima percentuale consentita dalla normativa vigente).

L'evoluzione nel quinquennio 2012-2016 delle componenti dell'attivo ripartite tra investimenti domestici e non domestici (cfr. Tav. 4) mostra che, nell'ambito della quota domestica, si riducono gli investimenti immobiliari (circa 10 punti percentuali), i titoli di Stato (1,3 punti percentuali) e gli altri titoli di debito (1,1 punti percentuali); aumenta, invece, l'incidenza dei titoli di capitale (2,1 punti percentuali) e del complesso degli OICR al netto dei fondi immobiliari (1,9 punti percentuali).

**Tav. 4**

**Casse. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2012-2016<sup>(1)</sup>**  
(dati di fine anno; valori in percentuale delle attività totali)



(1) L'investimento in fondi immobiliari è incluso nella voce "Investimenti immobiliari" ed è escluso dalla voce "Altri OICR".

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

Con riferimento ai fondi pensione, **gli investimenti domestici** si attestano alla fine del 2016 a **39,9 miliardi** di euro (cfr. Tav. 5), corrispondenti al **32,5** per cento delle attività totali (122,5 miliardi di euro, valore calcolato escludendo i PIP "vecchi", i fondi preesistenti interni e le riserve matematiche presso imprese di assicurazione); **gli investimenti non domestici** totalizzano a **68,9 miliardi** di euro, pari al **56,2** per cento delle attività. Confrontando i dati con il 2015, si osserva una riduzione della quota di investimenti domestici di circa 2 punti percentuali, in larga parte imputabile ai titoli di Stato (1,5 punti percentuali).

Se rapportate al solo totale degli investimenti (108,7 miliardi di euro), escludendo liquidità, polizze assicurative e altre attività, l'incidenza della quota allocata in Italia sarebbe pari al **36,7** per cento e quella in Paesi diversi dall'Italia al **63,3** per cento.

Nell'ambito degli investimenti domestici, prevalgono i **titoli di Stato: 31,1 miliardi** di euro, il **25,4** per cento delle attività totali.

Tav. 5

### Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici<sup>(1)</sup>.

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

	2015						2016					
	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%
<b>Attività</b>												
Titoli di Stato	30.243	26,9	22.333	19,9	52.576	46,7	31.137	25,4	23.417	19,1	54.554	44,5
Altri titoli di debito	2.189	1,9	12.251	10,9	14.440	12,8	2.288	1,9	14.712	12,0	17.000	13,9
Titoli di capitale	1.004	0,9	16.874	15,0	17.878	15,9	1.127	0,9	17.954	14,7	19.081	15,6
OICVM	1.389	1,2	10.516	9,3	11.905	10,6	1.078	0,9	12.800	10,4	13.878	11,3
Altri OICR	1.787	1,6	-	-	1.787	1,6	1.969	1,6	-	-	1.969	1,6
- di cui: fondi immobiliari	1.551	1,4	-	-	1.551	1,4	1.642	1,3	-	-	1.642	1,3
Immobili	1.970	1,8	-	-	1.970	1,8	1.911	1,6	-	-	1.911	1,6
Part. in società immob.	488	0,4	-	-	488	0,4	350	0,3	-	-	350	0,3
<b>Totale</b>	<b>39.070</b>	<b>34,7</b>	<b>61.974</b>	<b>55,1</b>	<b>101.044</b>	<b>89,8</b>	<b>39.860</b>	<b>32,5</b>	<b>68.883</b>	<b>56,2</b>	<b>108.743</b>	<b>88,8</b>
Liquidità					5.227	4,6					7.511	6,1
Polizze assicurative					1.021	0,9					1.356	0,8
Altre attività					5.210	4,6					4.902	4,3
<b>Totale attività</b>					<b>112.502</b>	<b>100,0</b>					<b>122.511</b>	<b>100</b>
<i>Per memoria:</i>												
<b>Investimenti immob.</b>	<b>4.009</b>	<b>3,6</b>	-	-	<b>4.009</b>	<b>3,6</b>	<b>3.903</b>	<b>3,2</b>	-	-	<b>3.903</b>	<b>3,2</b>
- immobili	1.970	1,8	-	-	1.970	1,8	1.911	1,6	-	-	1.911	1,6
- fondi immobiliari	1.551	1,4	-	-	1.551	1,4	1.642	1,3	-	-	1.642	1,3
- part. in società immob.	488	0,4	-	-	488	0,4	350	0,3	-	-	350	0,3

(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. Per gli OICVM, la ripartizione tra componente domestica e non domestica è stata ottenuta sulla base della distribuzione geografica dei titoli di debito e di capitale ad essi sottostanti (c.d. *look through*) ed è parzialmente stimata. Per gli investimenti in altri OICR, 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, osservando la composizione degli investimenti a fine 2016 delle Casse e dei Fondi pensione emerge che:

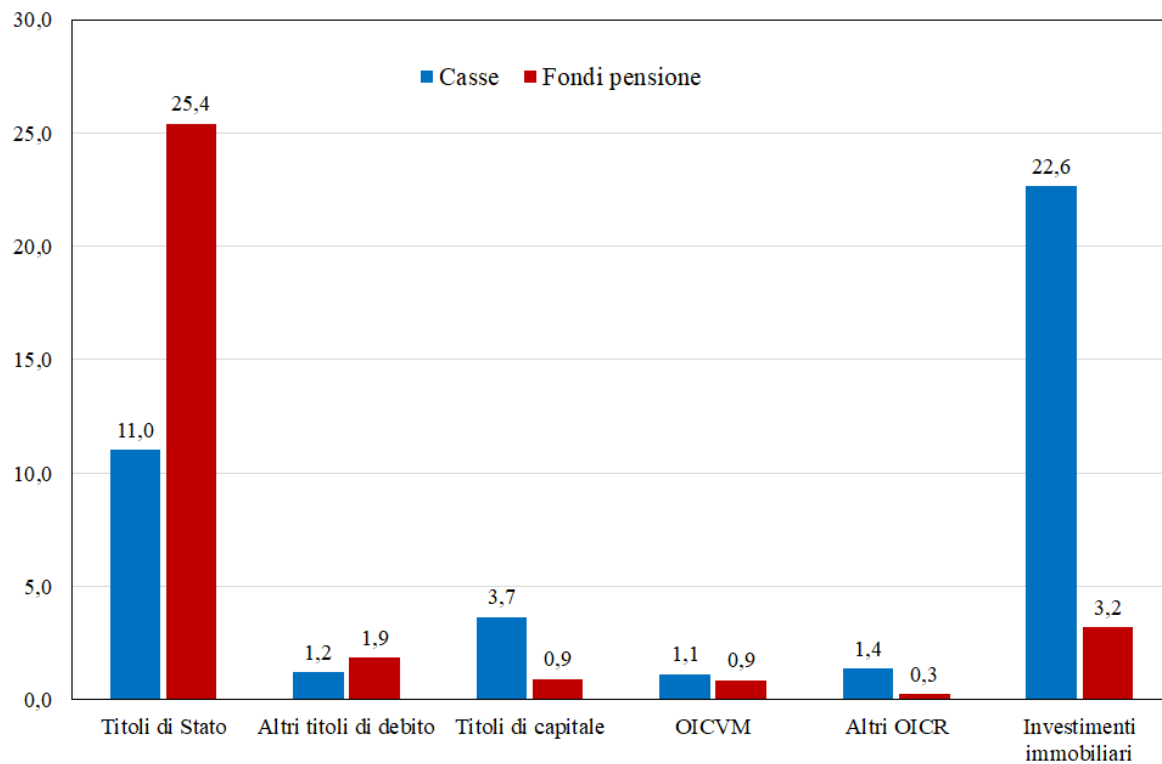
- nelle Casse è ancora rilevante il peso degli investimenti immobiliari (poco meno di un quarto del totale delle attività); fra le altre principali attività figurano i titoli di debito (circa il 24 per cento, di cui circa tre quarti costituiti da titoli di Stato), gli OICVM (circa il 21 per cento) e i titoli di capitale (circa il 10 per cento);
- nei Fondi pensione prevalgono i titoli di debito (quasi il 60 per cento del totale delle attività, di cui i tre quarti costituiti da titoli di Stato) seguiti dai titoli di capitale (circa il 16 per cento) e dagli OICVM (circa l'11 per cento). Al contrario, gli investimenti immobiliari costituiscono una componente residuale (meno del 4 per cento) e perlopiù concentrati nei fondi pensione preesistenti.

Per quanto riguarda le risorse allocate in Italia al 31 dicembre 2016 (cfr. Tav. 6), si osserva che:

- **le Casse hanno investito nell'economia italiana 32,9 miliardi di euro (41,1 per cento delle attività totali);** di questi:
  - 18,1 miliardi di euro (22,6 per cento delle attività totali) sono costituiti da investimenti immobiliari;
  - 8,8 miliardi di euro (11 per cento delle attività totali) sono investiti in titoli di Stato;
  - 3,9 miliardi di euro (4,9 per cento delle attività totali) sono gli impieghi in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 1 miliardo in obbligazioni e 2,9 miliardi in azioni;
- **i Fondi pensione hanno investito nell'economia italiana 39,9 miliardi di euro (32,5 per cento delle attività totali);** di questi:
  - 31,1 miliardi di euro (25,4 per cento delle attività totali) sono costituiti da titoli di Stato;
  - 3,9 miliardi di euro (3,2 per cento delle attività totali) sono costituiti da investimenti immobiliari;
  - 3,4 miliardi di euro (2,8 per cento delle attività totali) sono gli impieghi in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 2,3 miliardi in obbligazioni e 1,1 miliardi in azioni.

Senza tener conto delle quote di Banca d'Italia sottoscritte dalle Casse (circa un miliardo di euro), **alle imprese italiane vanno pertanto nell'insieme 6,3 miliardi di euro (6,2 nel 2015), circa lo 0,2 per cento delle loro passività finanziarie, di cui 3,3 miliardi (3,2 nel 2015) sotto forma di strumenti obbligazionari e 3 miliardi (invariato rispetto al 2015) di strumenti azionari.**

**Casse e Fondi pensione. Investimenti domestici<sup>(1)</sup>.**  
(dati di fine 2016; valori in percentuale delle attività totali)



(1) L'investimento in fondi immobiliari è incluso nella voce "Investimenti immobiliari" ed è escluso dalla voce "Altri OICR".

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

Avuto riguardo al modello gestionale impiegato per l'investimento delle risorse (cfr. Tav. 7), nel 2016 le **attività gestite in forma diretta** totalizzano **63,4 miliardi** di euro, il **79,3** per cento del totale (in aumento di 0,5 punti percentuali rispetto al 2015).

Le **attività conferite in gestione attraverso mandati** affidati a intermediari specializzati ammontano a **16,6 miliardi** di euro, il **20,7** per cento del totale (in diminuzione di 0,5 punti percentuali rispetto al 2015). Le attività gestite in convenzione fanno capo a 45 gestori. Circa la metà delle suddette risorse è appannaggio di 5 gestori con percentuali di *asset under management* tra il 6,2 e il 16,4 per cento; per i restanti, la percentuale massima di *asset under management* è pari al 3,7 per cento.

**Tav. 7**

#### **Casse. Ripartizione delle attività per modalità di gestione.**

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

	2015		2016	
	Importi	%	Importi	%
Gestione diretta	59.442	78,8	63.434	79,3
- di cui: quote di OICR	25.134	42,3	29.822	47,0
Gestione indiretta tramite mandati	15.993	21,2	16.601	20,7
<b>Totale attività</b>	<b>75.435</b>	<b>100,0</b>	<b>80.035</b>	<b>100,0</b>

Osservando la composizione delle attività nell'ambito delle due modalità di gestione emergono rilevanti differenze (cfr. Tav. 8). Nella **gestione diretta**, in cui risultano peraltro ricomprese in misura significativa anche le "altre attività" (7,1 miliardi di euro, pari all'11,2 per cento, perlopiù costituiti da crediti di natura contributiva), è comunque preponderante il ricorso **all'investimento in OICR: 29,8 miliardi** di euro, pari al **47** per cento delle attività totali, costituiti da quote di OICVM per 14,3 miliardi e di altri OICR per 15,6 miliardi. Sono inoltre presenti titoli di Stato per il 13,2 per cento e immobili di proprietà per il 9,2 per cento; il complesso degli altri titoli di debito e dei titoli di capitale si attesta solo all'8,4 per cento.

La **gestione indiretta tramite mandati** è per il **36,6** per cento, 6 miliardi di euro, investita in **titoli di Stato**; gli altri titoli di debito corrispondono al 17,3 per cento, per l'intero quotati. I titoli di capitale pesano per il 27,9 per cento e sono anch'essi integralmente quotati. Le quote di OICVM hanno un'incidenza del 14,4 per cento; marginale è il peso degli altri OICR (1,2 per cento), per quasi la totalità costituiti da quote di fondi immobiliari.



**Casse. Composizione delle attività per modalità di gestione.***(dati di fine anno; importi in milioni di euro)*

	2015				2016			
	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%
<b>Attività</b>								
Liquidità	5.741	9,7	481	3,0	6.019	9,5	430	2,6
Titoli di Stato	8.264	13,9	5.631	35,2	8.345	13,2	6.070	36,6
Altri titoli di debito	3.408	5,7	2.555	16,0	2.245	3,6	2.866	17,3
Titoli di capitale	2.753	4,6	4.837	30,2	3.057	4,8	4.633	27,9
OICVM	10.890	18,3	2.268	14,2	14.270	22,5	2.398	14,4
Altri OICR	14.244	24,0	208	1,3	15.552	24,5	196	1,2
- di cui: fondi immobiliari	11.248	18,9	71	0,4	12.504	19,7	190	1,1
Immobili	6.687	11,2	-	-	5.824	9,2	-	-
Part. in società immobiliari	473	0,8	-	-	533	0,8	-	-
Polizze assicurative	391	0,7	-	-	465	0,7	-	-
Altre attività	6.592	11,1	13	0,1	7.124	11,2	8	..
<b>Totale attività</b>	<b>59.442</b>	<b>100,0</b>	<b>15.993</b>	<b>100,0</b>	<b>63.434</b>	<b>100,0</b>	<b>16.601</b>	<b>100,0</b>

Le attività per le quali risulta presente un **depositario** ammontano a **27,3 miliardi di euro**, pari al **34,1 per cento** del totale. Di queste, **16,4 miliardi** si riferiscono alle attività gestite tramite mandati, rappresentandone quasi la totalità.

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

L'analisi in chiave aggregata delle informazioni acquisite sulla politica di investimento e sui relativi criteri di attuazione, sul processo di impiego delle risorse disponibili e sul controllo della gestione finanziaria consente di svolgere – analogamente a quanto fatto in precedenza per i dati acquisiti sulla composizione delle attività detenute – alcune considerazioni sull'intero sistema delle Casse dal punto di vista degli assetti regolamentari e organizzativi in materia di investimenti.

Sotto il primo profilo, si osserva che la mancanza di un quadro normativo definito ha indotto le Casse a prendere a riferimento, nella definizione dei propri assetti regolamentari, la disciplina della previdenza complementare e, in particolare, le “*Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento*” adottate dalla COVIP per i fondi pensione il 16 marzo 2012 e il DM Tesoro 703/1996 recante norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse, successivamente aggiornato con il DM Economia 166/2014.

Tuttavia, la circostanza che tali previsioni non risultano cogenti per le Casse, ha determinato da parte delle stesse significative rielaborazioni della suddetta disciplina, riconducibili all'autonomia decisionale delle stesse. Ne consegue che gli assetti regolamentari si presentano allo stato assai variegati e i documenti che li definiscono risultano assai diversificati quanto a struttura e contenuti. In diversi casi, tali documenti 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, talvolta senza il necessario coordinamento, con conseguente scarsa chiarezza complessiva, incongruenze e duplicazione dei contenuti. A siffatta situazione contribuisce anche la necessità, per le Casse, di predisporre specifici elaborati attuativi di talune risalenti previsioni normative (come quelli recanti i “*criteri di individuazione e di ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti così come indicati in ogni bilancio di previsione*” ai sensi dell'art. 3, comma 3, del Decreto lgs. 509/1994, oppure i piani triennali relativi agli impieghi immobiliari da adottare annualmente ai sensi dell'art. 8, comma 15, del Decreto legge 78/2010).

Anche sotto il profilo della *governance* adottata in materia di investimenti si osserva la presenza, nell'intero sistema delle Casse, di assetti organizzativi variamente articolati, che trovano però il loro fondamento anche nella accentuata diversità della dimensione delle attività detenute e della complessità della politica di investimento perseguita.

In relazione ai profili qui in esame va evidenziato che, pur non essendosi ancora concluso l'*iter* di emanazione del decreto volto ad introdurre disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie, di conflitti di interesse e di depositario (di cui al citato art. 14 del Decreto legge 98/2011), l'attività di vigilanza svolta comunque in questi anni dalla COVIP ha certamente stimolato, nonché – in taluni casi – accelerato il processo di adozione e di

progressivo miglioramento degli assetti regolamentari e organizzativi in materia di investimenti.

Di seguito si riportano gli aspetti più significativi emersi dalle informazioni acquisite per il referto ai Ministeri vigilanti sul 2016 (che in alcuni casi hanno peraltro dato evidenza – per gli aspetti in esame – anche delle iniziative adottate nei primi mesi del corrente anno).

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

- 17 Casse (una in più rispetto a quanto rilevato per il 2015) hanno definito una propria disciplina in materia di investimenti 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 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. Di tali Casse, 6 hanno sottoposto i documenti adottati ai Ministeri vigilanti ai fini dell'approvazione ai sensi dell'art. 3, comma 2, lettera a), del Decreto lgs. 509/1994.
  
- 3 Casse non hanno ancora provveduto all'adozione di una propria disciplina in materia di investimenti; una ha comunque rappresentato di aver già predisposto un documento sulla politica di investimento in via di formalizzazione da parte del relativo organo di amministrazione, nonché di aver incaricato le proprie strutture interne di predisporre un apposito regolamento in materia di investimenti; un'altra ha invece rappresentato che avrebbe provveduto entro il corrente anno alla predisposizione di siffatta regolamentazione interna.

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

Sotto il profilo della *governance* in materia di investimenti, le Casse presentano – come detto – assetti variamente articolati.

Tali assetti hanno comunque alcuni tratti comuni:

- 16 Casse prevedono la presenza di uno o più organismi consultivi la cui composizione si presenta piuttosto variegata, comunque di solito con la partecipazione, oltre che dei consiglieri, dei soggetti – sia interni che esterni – coinvolti nel processo di investimento, perlopiù con funzioni di supporto alle istruttorie di competenza. In 5 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);
- 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; 9 dispongono inoltre di una unità organizzativa specificamente dedicata agli investimenti immobiliari;

- tutte le Casse hanno fatto ricorso a uno (8 Casse) o più *advisor* (12 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-Liability Management* (ALM), la definizione dell'*Asset Allocation* Strategica (AAS) e Tattica (AAT), 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 integrate delle attività e delle passività (ALM) – predisposte dall'*advisor* – al fine di definire il proprio portafoglio strategico di riferimento (AAS).