



COVIP

**COMMISSIONE DI VIGILANZA
SUI FONDI PENSIONE**

Enti previdenziali

ex D.Lgs. 509/1994 e D.Lgs. 103/1996

Le politiche di investimento

**QUADRO DI SINTESI
ANNO 2019**

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 di previdenza), delegando a un decreto la disciplina in materia di investimento delle risorse finanziarie, di conflitti di interessi e di depositario.¹

L'iter di approvazione di tale regolamento non risulta tuttavia ancora concluso. Conseguentemente, le casse di previdenza risultano ancora ad oggi gli unici investitori istituzionali affrancati da una regolamentazione unitaria in materia, regolamentazione che, viceversa, è di livello primario e secondario per i fondi pensione. Per questi ultimi, con il recepimento della c.d. Direttiva IORP II sono state fra l'altro recentemente introdotte previsioni che aumentano il grado di dettaglio della disciplina, soprattutto in materia di *governance*, allo scopo di incrementare il livello di qualità dei processi decisionali e la capacità di monitoraggio dei rischi, attraverso la chiara e documentata attribuzione delle responsabilità e la definizione puntuale delle funzioni fondamentali nella struttura organizzativa dei fondi pensione. Ne consegue che il divario regolamentare tra fondi e casse tende ad allargarsi ulteriormente.

In questi anni la COVIP ha richiamato ripetutamente all'attenzione la necessità di perfezionare il procedimento di emanazione del predetto regolamento, ritenendo che esso, da un lato, costituisca un presupposto assolutamente necessario per perseguire in maniera più adeguata e fattiva l'obiettivo di una gestione delle risorse sana e prudente nell'interesse degli iscritti e, dall'altro, possa fornire un importante contributo anche al miglioramento dell'azione di vigilanza, consentendo alla stessa di inserirsi in un alveo caratterizzato da regole chiare ed omogenee.

Va, tra l'altro, sottolineato come lo schema di regolamento in attesa di emanazione, modellandosi in buona parte sull'analogo provvedimento regolatorio relativo ai fondi pensione (DM 166/2014), ha un approccio più di ordine qualitativo che quantitativo. In prevalenza tende cioè ad affermare una serie di principi e criteri di sana e prudente gestione che nella strategia di investimento devono essere seguiti piuttosto che definire una serie puntuale di limiti di ordine quantitativo rispetto alle singole *asset class*.

Profilo centrale dello schema di regolamento è, infatti, l'affermazione che le casse di previdenza devono dotarsi di procedure e strutture organizzative professionali e tecniche, che risultino adeguate alla dimensione e complessità del portafoglio, alla politica di investimento adottata,

¹ Le casse di previdenza 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 (ONAOISI) è volta esclusivamente all'erogazione di prestazioni di carattere assistenziale a favore degli orfani di alcune categorie di professionisti. Due delle casse (INPGI ed ENPAIA) ex 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.

ai rischi assunti nella gestione. I processi di investimento devono essere adeguatamente documentati e le procedure di monitoraggio e gestione dei rischi devono essere congruenti.

Questa Autorità torna pertanto ad auspicare la rapida emanazione del regolamento, nella convinzione che ciò fornirebbe finalmente anche per questo importante settore del risparmio previdenziale una cornice normativa oggettivamente necessaria per le ragioni sopra evidenziate e sufficientemente flessibile da consentire alle singole casse l'adozione di scelte autonome e responsabili in ragione delle specificità dei rispettivi assetti. Ciò, sia per quanto attiene alla regolamentazione interna di ciascun ente, sia con riguardo alla concreta composizione del proprio portafoglio.

In un contesto che risultasse finalmente provvisto di adeguata regolamentazione, potrebbe anche essere valutata la semplificazione connessa al superamento delle procedure di evidenza pubblica per la selezione dei gestori. Nella selezione dei gestori, infatti, come in genere nelle attività di investimento, occorre poter operare attraverso processi di lavoro, da un lato, trasparenti e documentati, dall'altro, efficienti e dinamici. Anche al di là degli aspetti formali che caratterizzano le procedure di evidenza pubblica, il presidio prudenziale nello svolgimento dell'attività di selezione dei gestori risiede, ad avviso della COVIP, nell'effettiva esistenza di procedure idonee a garantire la concreta coerenza tra obiettivi e modalità gestionali, preventivamente definiti dagli organi competenti, e criteri di scelta dei gestori, attraverso una trasparente comparazione delle offerte contrattuali e dei costi applicati assistita nel merito da robuste valutazioni istruttorie. Necessario presupposto di tale semplificazione resta ovviamente la previa definizione di un complessivo quadro normativo, nel rispetto del quale le casse di previdenza siano tenute a determinare in maniera puntuale i processi attraverso i quali assumere le decisioni relative alla gestione delle risorse, compresa la scelta dei gestori.

Il completamento del quadro regolamentare favorirebbe il rafforzamento strutturale delle casse di previdenza e la più completa definizione di processi decisionali lineari e tracciabili, rendendone più efficace l'operatività in un ambito, quello delle scelte di investimento, fortemente sollecitato dalla complessità dei mercati finanziari.

Dal rafforzamento strutturale dipende anche il ruolo che le casse di previdenza, come i fondi pensione, possono svolgere per lo sviluppo dei mercati finanziari e la crescita dell'economia; come soggetti depositari di un capitale che guarda al lungo periodo, possono fornire un contributo di stabilizzazione a mercati caratterizzati da momenti di elevata volatilità. Per esercitare pienamente questo ruolo occorrono soggetti in grado di operare in condizioni di incertezza, adottando decisioni che sono rese sempre più complesse dall'evoluzione continua degli strumenti di investimento e dello stesso universo investibile, che ora, anche con riguardo al nostro Paese, comincia ad includere attività non tradizionali, tipicamente non negoziate nei mercati regolamentati, caratterizzate da un più elevato grado di illiquidità.

Per favorire lo sviluppo di iniziative destinate al finanziamento della crescita delle imprese e delle infrastrutture del nostro Paese, occorre che le scelte e le responsabilità che competono ai singoli operatori possano inquadrarsi in una cornice normativa adeguata e stabile e nel contesto di politiche economiche e finanziarie a sostegno della ripresa che sappiano individuare con lungimiranza le migliori soluzioni in un piano strategico di interventi. In un'ottica di rinnovata progettualità per il Paese e di evoluzione dell'offerta di adeguati strumenti finanziari, anche le casse possono svolgere un'azione importante per la crescita dell'economia e lo sviluppo dei

mercati finanziari, contribuendo ad affrontare i problemi che un'economia, come quella italiana, pone anche in relazione al suo tessuto industriale e al suo mercato dei capitali, ovviamente avendo sempre riguardo, come pietra angolare del proprio operato, all'interesse degli iscritti in una prospettiva di carattere previdenziale.

Al rafforzamento dei processi di investimento delle casse di previdenza, si reputa possa concorrere anche lo sviluppo del nuovo sistema di segnalazioni statistiche e di vigilanza che la COVIP ha avviato. Il progetto in atto, nell'ottica di una più articolata rappresentazione delle informazioni e di accrescimento del livello di automazione e di flessibilità di utilizzo dei dati, intende mettere a fattor comune l'esperienza già realizzata positivamente con riguardo alle forme pensionistiche complementari, promuovendo anche maggiore consapevolezza da parte degli enti, con effetti migliorativi sul piano gestionale.

* * *

In termini più generali, si osserva che il quadro normativo volto a disciplinare la gestione delle casse di previdenza, oltre ad essere incompleto per la perdurante assenza del richiamato regolamento, risulta per altri aspetti datato, essendo il complesso della normativa primaria sostanzialmente risalente alla metà degli anni novanta.

In particolare, si richiama nuovamente l'opportunità di un intervento di manutenzione evolutiva per quanto attiene alla disciplina del rapporto tra le amministrazioni vigilanti e le casse di previdenza (di fatto risalente al 1994, anno di privatizzazione degli enti), che attualmente risulta sostanzialmente incentrato sulla repressione di gravi violazioni di legge, con il conseguente commissariamento dell'ente. Si potrebbe superare l'esclusività di tale approccio – da mantenere, ovviamente, per i casi di particolare gravità che rendono necessario un intervento di completa discontinuità rispetto alla gestione precedente – introducendo procedure di intervento dotate di adeguata gradualità che possano consentire il superamento delle inefficienze riscontrate, attraverso l'individuazione delle migliori soluzioni sul piano gestionale e della *governance*.

Nonostante il quadro normativo risulti ancora incompleto, la COVIP ha comunque svolto in questi anni le proprie funzioni di controllo sugli investimenti delle casse di previdenza trasmettendo puntuali e dettagliati referti ai Ministeri vigilanti ma anche svolgendo diversi approfondimenti su specifici aspetti della gestione, pure 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 dà annualmente conto mettendo a disposizione, anche per il tramite del proprio sito *web*, il quadro di sintesi sugli aspetti più significativi emersi dalle rilevazioni effettuate.

* * *

Nel prosieguo si fornisce il quadro aggiornato a fine 2019 degli aspetti più rilevanti che caratterizzano le risorse detenute dalle casse di previdenza, integrando le informazioni aggregate con elementi di dettaglio riferiti ai singoli portafogli. 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 illustra le risorse del settore, evidenziandone anche l'evoluzione nel tempo e la distribuzione tra le diverse casse di previdenza. La sezione 2 dà conto della composizione dell'attivo, documentando sia il peso delle diverse componenti nell'aggregato sia la loro variabilità tra casse. La sezione 3 si concentra sugli investimenti delle casse di previdenza nell'economia italiana, anche nel confronto con la previdenza complementare. La sezione 4 documenta la rilevanza quantitativa delle diverse modalità di gestione, mentre agli assetti regolamentari e organizzativi in materia di investimenti è dedicata la sezione 5.

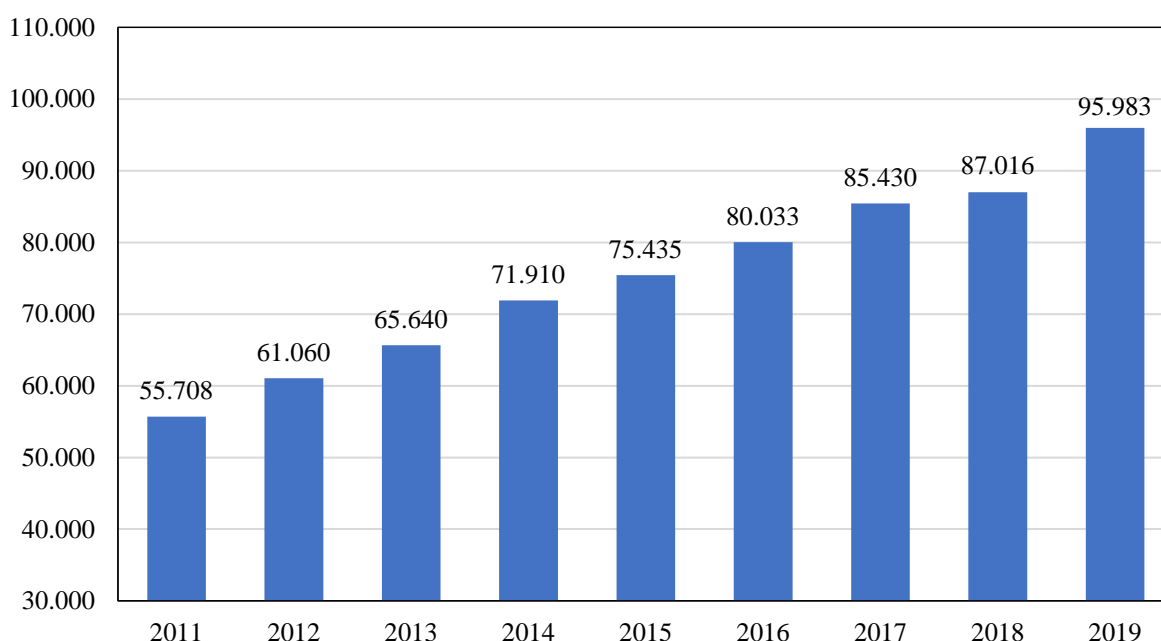
1. LE RISORSE DEL SETTORE

Nel periodo compreso fra il 2011 e il 2019, l'attivo totale delle casse di previdenza a valori di mercato è salito da **55,7 a 96** miliardi di euro (*cf. Tav. 1*), aumentando su tutto l'arco temporale di osservazione del **72,3 per cento**. Su base annuale, la crescita media è stata del **7 per cento**, più marcata nei primi 4 anni (in media **7,9 per cento**) rispetto ai successivi (in media **6,2 per cento**).

Tav. 1

Casse di previdenza. Evoluzione dell'attivo a valori di mercato

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



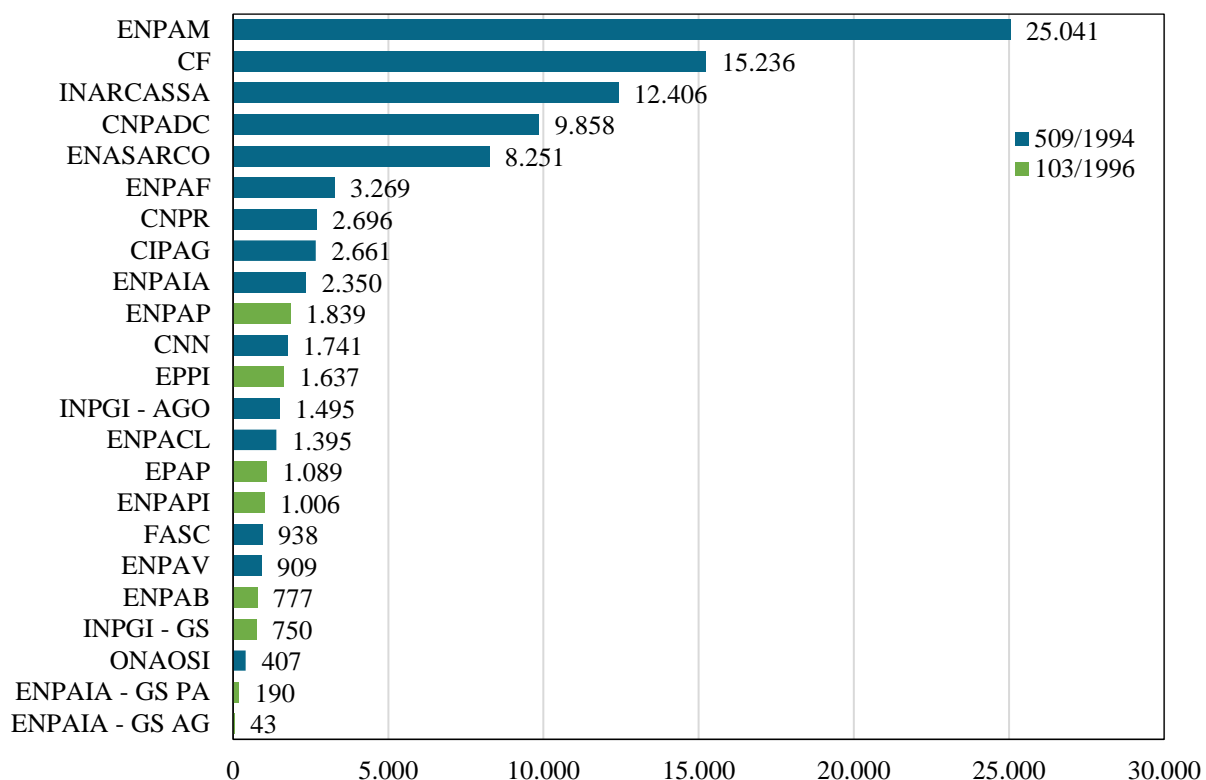
A fronte dei valori riscontrati nell'aggregato, permangono divergenze, anche ampie, nelle attività e nelle dinamiche di crescita delle singole casse di previdenza (*cf. Tav. 2*). Le 5 casse di dimensioni più grandi raggruppano il 73,8 per cento dell'attivo totale, in crescita rispetto al 68,6 per cento del 2011 (a ENPAM fa capo il 26,1 per cento del totale, seguono CASSA FORENSE con il 15,9, INARCASSA con il 12,9, CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI con il 10,3 ed ENASARCO con l'8,6); il 54,9 per cento del totale è di pertinenza delle prime 3 casse rispetto al 46,9 per cento del 2011.

Nella media dell'intero periodo di osservazione, le prime 4 casse di previdenza hanno mostrato tassi di crescita dell'attivo superiori a quello generale, variando dal 7,3 al 13,4 per cento su base annua; nelle restanti casse l'incremento medio è stato inferiore, pari al 3,6 per cento.

Tav. 2

Totale attivo per singola cassa di previdenza

(dati di fine 2019; importi in milioni di euro; ordinamento per totale attivo)



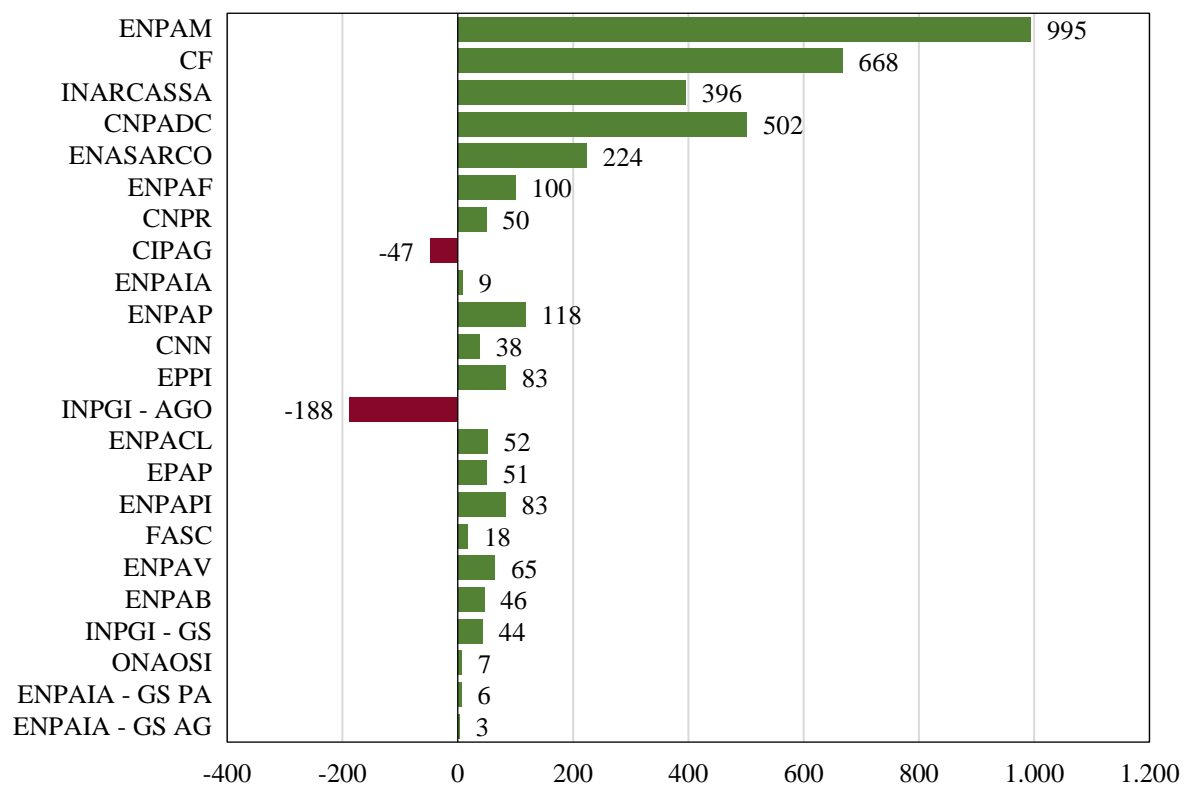
A spiegare le diverse dimensioni dell'attivo concorrono diversi fattori, quali ad esempio le differenze tra i saldi previdenziali che dipendono dai regimi contributivi e prestazionali, oltre che dalle caratteristiche reddituali e socio-demografiche delle diverse platee di riferimento delle casse di previdenza. Nel 2019 il flusso complessivo dei contributi al netto delle prestazioni si è attestato a 3,3 miliardi di euro rispetto ai 3,5 dell'anno precedente; a fronte di 10,7 miliardi (10,4 nel 2018) di contributi incassati, sono state erogate prestazioni per 7,4 miliardi (6,9 nel 2018).

Tra le singole casse di previdenza, nelle prime 5 si concentra l'83,8 per cento del saldo tra contributi e prestazioni, pari a 2,8 miliardi di euro. Per due casse, CASSA GEOMETRI e INPGI – gestione AGO, le prestazioni superano i contributi (cfr. Tav. 3). In tutti gli altri casi, la differenza è positiva, con un'ampiezza variabile tra casse e che in rapporto all'attivo varia tra lo **0,4 per cento** (ENPAIA) e l'**8,3 per cento** (ENPAPI).

Tav. 3

Saldo per contributi e prestazioni per singola cassa di previdenza

(flussi annuali 2019; importi in milioni di euro; ordinamento per totale attivo)



2. LA COMPOSIZIONE DELL'ATTIVO

2.1. Il quadro aggregato

Alla fine del 2019 l'attivo totale delle casse di previdenza a valori di mercato è di **96 miliardi** di euro (*cfr. Tav. 4*), crescendo di **9 miliardi** rispetto all'anno precedente (il **10,3 per cento** in più).

Tav. 4

Casse di previdenza. Composizione dell'attivo a valori di mercato

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

	2018		2019	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	5.887	6,8	6.736	7,0
Titoli di Stato	14.649	16,8	15.201	15,8
Altri titoli di debito	4.919	5,7	5.404	5,6
- quotati	4.171	4,8	4.896	5,1
- non quotati	748	0,9	508	0,5
Titoli di capitale	7.147	8,2	8.073	8,4
- quotati	5.662	6,5	6.460	6,7
- non quotati	1.485	1,7	1.613	1,7
OICVM	22.199	25,5	26.910	28,0
- di cui: titoli di debito	13.029	15,0	15.873	16,5
- di cui: titoli di capitale	6.671	7,7	8.700	9,1
Altri OICR	18.875	21,7	20.403	21,3
- di cui: fondi immobiliari	14.237	16,4	15.043	15,7
- di cui: fondi di private equity/debt	1.769	2,0	2.115	2,2
Immobili	4.894	5,6	4.412	4,6
Partecipazioni in società immobiliari	531	0,6	528	0,5
Polizze assicurative	512	0,6	582	0,6
Altre attività	7.401	8,5	7.734	8,1
- di cui: crediti contributivi	6.437	7,4	6.750	7,0
Totale attività	87.016	100,0	95.983	100,0
<i>Per memoria:</i>				
Investimenti immobiliari	19.663	22,6	19.983	20,8
- immobili	4.894	5,6	4.412	4,6
- fondi immobiliari	14.237	16,4	15.043	15,7
- partecipazioni in società immobiliari	531	0,6	528	0,5
Investimenti obbligazionari	32.598	37,5	36.478	38,0
- titoli di Stato	14.649	16,8	15.201	15,8
- altri titoli di debito	4.919	5,7	5.404	5,6
- titoli di debito sottostanti gli OICVM	13.029	15,0	15.873	16,5
Investimenti azionari	13.818	15,9	16.773	17,5
- titoli di capitale	7.147	8,2	8.073	8,4
- titoli di capitale sottostanti gli OICVM	6.671	7,7	8.700	9,1

Per gli OICVM sono riportati i titoli di debito e i titoli di capitale a essi sottostanti (c.d. *look through*); gli ulteriori attivi sottostanti, 2,3 miliardi di euro per il 2019, sono costituiti per circa il 53 per cento da liquidità, per il 22 per cento da altri OICVM di livello superiore al primo e per la restante parte da altre attività e passività. Tali valori sono stati stimati in base alle informazioni di dettaglio sulla composizione degli OICVM disponibili per circa il 99 per cento degli stessi. Le voci "Investimenti obbligazionari" e "Investimenti azionari" non comprendono gli investimenti effettuati tramite OICR diversi dagli OICVM. Gli importi indicati per il 2018 sono stati aggiornati agli ultimi dati disponibili.

I **titoli di debito** sono 20,6 miliardi di euro, circa un miliardo in più rispetto al 2018. Al loro interno, i **titoli di Stato**, aumentati di circa 550 milioni, hanno un controvalore di 15,2 miliardi a fine 2019. Gli **altri titoli di debito** sono saliti da 4,9 a 5,4 miliardi; all'aumento delle obbligazioni quotate, si contrappone l'ulteriore riduzione dei titoli non quotati scesi a 508 milioni a fine 2019.

I **titoli di capitale** ammontano a 8,1 miliardi di euro, circa 900 milioni in più rispetto al 2018; l'incremento ha interessato più i titoli quotati, saliti da 5,7 a 6,5 miliardi, che gli investimenti in titoli di capitale non quotati cresciuti da 1,5 a 1,6 miliardi.

In **quote di OICR** sono impiegati complessivamente 47,3 miliardi di euro, ben 6,2 miliardi in più rispetto al 2018. L'incremento è per 4,7 miliardi imputabile alle **quote di OICVM**, passate da 22,2 a 26,9 miliardi, e per 1,5 miliardi agli **altri OICR**, saliti da 18,9 a 20,4 miliardi; in quest'ultimo caso, i fondi immobiliari passano da 14,2 a 15 miliardi di euro e gli altri OICR di tipo mobiliare, ivi inclusi i fondi di private *equity* e *private debt*, aumentano da 4,6 a 5,4 miliardi.

Riaggregando le componenti dell'attivo tenendo conto dei titoli obbligazionari e azionari sottostanti gli OICVM detenuti (*cf. Tav. 4*), risulta che alla fine del 2019:

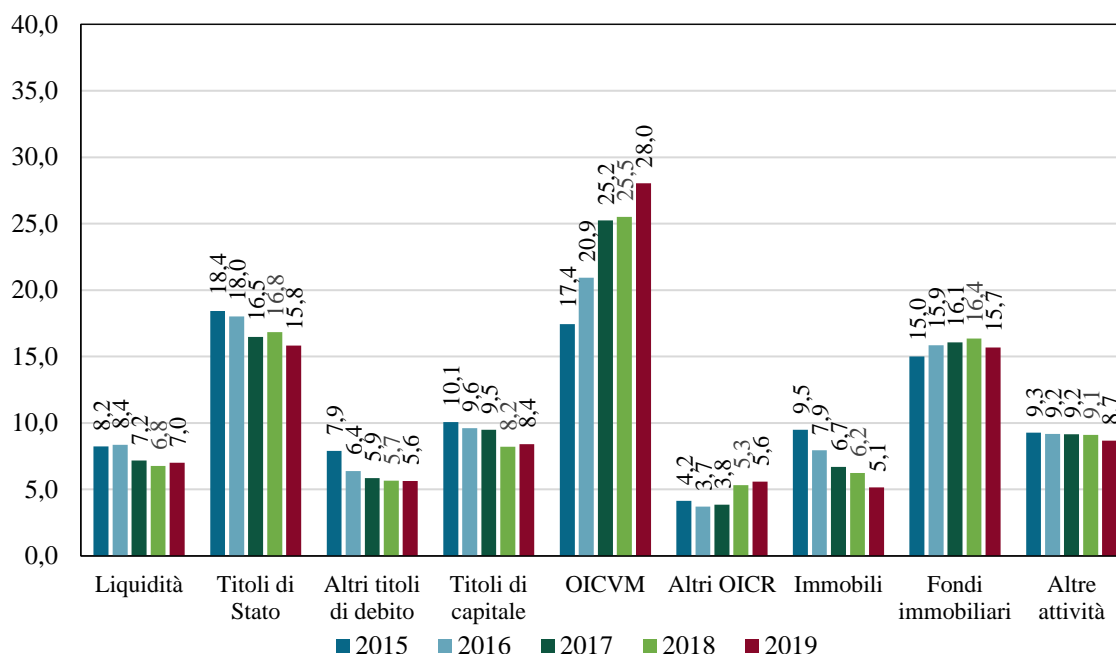
- gli **investimenti immobiliari**, 20 miliardi di euro (19,7 nel 2018), subiscono una flessione in percentuale dell'attivo (20,8 contro 22,6 per cento); tra le diverse componenti, diminuisce l'incidenza delle quote di fondi immobiliari (dal 16,4 al 15,7 per cento) e prosegue la discesa del peso degli immobili detenuti direttamente (dal 5,6 al 4,6 per cento);
- gli **investimenti in titoli di debito**, 36,5 miliardi (32,6 nel 2018), formano il 38 per cento dell'attivo con un aumento di 0,5 punti percentuali rispetto al 2018; tra le diverse componenti, diminuiscono gli investimenti diretti (dal 22,5 al 21,4 per cento) e aumentano quelli sottostanti gli OICVM (dal 15 al 16,5 per cento);
- gli **investimenti in titoli di capitale**, 16,8 miliardi di euro (13,8 nel 2018), costituiscono il 17,5 per cento dell'attivo, in aumento rispetto al 15,9 del 2018; l'aumento è più consistente per gli investimenti sottostanti gli OICVM (dal 7,7 al 9,1 per cento) rispetto agli investimenti diretti (dall'8,2 all'8,4 per cento).

Nell'ultimo quinquennio, l'evoluzione delle quote delle singole classi di attivo sul totale (*cf. Tav. 5*) mostra:

- la riduzione degli **investimenti immobiliari**. Questi ultimi, comprensivi anche delle quote di fondi immobiliari, sono passati dal 24,5 per cento del 2015 al 20,8 del 2019 ancorché, in valore assoluto, il totale complessivo resti rilevante (20 miliardi di euro rispetto ai 18,5 del 2015);
- la diminuzione dei **titoli di Stato**, dal 18,4 per cento del 2015 al 15,8 del 2019; è scesa anche la quota degli **altri titoli di debito** dal 7,9 al 5,6 per cento;
- l'aumento rilevante delle quote di **OICR** che, considerate al netto dei fondi immobiliari, salgono dal 21,6 per cento del 2015 al 33,6 del 2019;
- la diminuzione dei **titoli di capitale**, dal 10,1 per cento del 2015 all'8,4 del 2019.

Casse di previdenza. Principali componenti delle attività

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



Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili". Le polizze assicurative sono incluse nella voce "Altre attività".

Investimenti immobiliari

Gli **investimenti immobiliari**, comprensivi delle quote di fondi immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse di previdenza, ammontano a **20 miliardi** di euro; l'incidenza sul totale dell'attivo è del 20,8 per cento rispetto al 22,6 del 2018.

In 6 casi (numero invariato rispetto all'anno precedente), 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 di previdenza risultano pari a **4,4 miliardi** di euro, il 4,6 per cento delle attività; nell'ultimo quinquennio è pertanto proseguita, ancorché con una dinamica meno accentuata, la riduzione sia in valore assoluto, sia in percentuale dell'attivo: 2,3 miliardi di euro in meno, pari a 4,4 punti percentuali, rispetto al 2015.

Per localizzazione geografica e destinazione d'uso prevalente degli immobili non si registrano variazioni rispetto al 2018. Il 69,1 per cento è ubicato nel centro Italia (il 94,6 per cento di questi si trova a Roma); il 28,1 per cento è localizzato nel nord del Paese (per i due terzi concentrati a Milano). La destinazione d'uso prevalente è quella residenziale (41,8 per cento), seguita da uso uffici (31,1 per cento), strumentale (12,3 per cento) e commerciale (6,3 per cento).

Nell'ultimo quinquennio, alla riduzione degli immobili detenuti direttamente si è accompagnato l'aumento dei conferimenti a favore di fondi immobiliari (di cui la cassa di previdenza è di norma l'unico quotista). Anche per effetto di tali operazioni, i **fondi immobiliari** costituiscono

la componente maggioritaria degli investimenti immobiliari delle casse di previdenza, **15 miliardi** di euro. Se confrontati con il dato di fine 2015 emerge un aumento sia in valore assoluto (circa 3,7 miliardi di euro), sia in percentuale (circa 0,7 punti percentuali).

E' situato in Italia l'88,2 per cento degli immobili sottostanti i fondi immobiliari. La destinazione d'uso prevalente è uffici (50,2 per cento), seguita da residenziale (19,5 per cento) e commerciale (16,4 per cento).

Completano il quadro le **partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse di previdenza** che ammontano a **528 milioni** di euro, pari allo 0,5 per cento delle attività totali, valore che negli ultimi anni è rimasto sostanzialmente stabile.

Investimenti obbligazionari

I **titoli obbligazionari**, ivi inclusi quelli sottostanti gli OICVM detenuti dalle casse di previdenza, totalizzano nel complesso a **36,5 miliardi** di euro; essi costituiscono il 38 per cento delle attività, salendo dal 37,5 per cento del 2018.

Senza considerare quelli sottostanti gli OICVM, in **titoli di debito sono investiti 20,6 miliardi** di euro, corrispondenti al 21,4 per cento delle attività; l'incidenza è in diminuzione rispetto al 22,5 per cento del 2018. 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**, pari a **15,2 miliardi** di euro:

- formano il **15,8 per cento** dell'attivo, diminuendo di un punto percentuale rispetto al 2018;
- per il **75,2 per cento** sono costituiti da **emittenti sovrani dell'Area dell'euro**, 2,6 punti percentuali in meno rispetto al 2018; circa i due terzi dell'ammontare sono titoli italiani contro i quattro quinti dell'anno precedente. I titoli degli altri Paesi dell'Unione europea salgono dall'1,3 all'8,2 per cento. Sono in diminuzione dal 15,1 al 12,7 per cento i titoli degli Stati Uniti mentre quelli del debito pubblico giapponese scendono dal 2,4 allo 0,8 per cento; scendono dal 2 all'1,6 per cento anche i titoli di Stati non aderenti all'OCSE.

Gli **altri titoli di debito**, pari a **5,4 miliardi** di euro:

- corrispondono al **5,6 per cento** dell'attivo, percentuale stabile rispetto al 2018;
- per il **47,8 per cento** sono emissioni di **residenti in Paesi dell'Area dell'euro**, in aumento di 4,8 punti percentuali rispetto al 2018. Scende dal 31,2 al 29,9 per cento la quota di titoli emessi da residenti negli Stati Uniti; sostanzialmente stabili le quote degli emittenti appartenenti alle restanti aree geografiche;
- per il **48,1 per cento** (56,1 nel 2018) sono emessi da **imprese finanziarie**;
- per il **90,6 per cento** (84,8 nel 2018) sono **quotati**;
- per circa 200 milioni di euro, pari allo 0,2 per cento dell'attivo totale, sono costituiti da obbligazioni strutturate, oggetto di risalenti operazioni di investimento, distribuite tra 7 casse di previdenza con percentuali di incidenza che vanno dallo 0,2 al 3,3 per cento.

Gli **investimenti obbligazionari sottostanti gli OICVM** ammontano a **15,9 miliardi** di euro, il 16,5 per cento delle attività, in aumento di 1,5 punti percentuali sul 2018.

Rispetto ai titoli detenuti direttamente e tramite mandati di gestione, il portafoglio obbligazionario sottostante gli OICVM presenta alcune differenze:

- è per il **61,6 per cento** costituito da **titoli corporate** (58,6 per cento nel 2018), di cui circa la metà concentrati nel settore finanziario;
- è investito per il **34 per cento** in **Paesi dell'Area dell'euro** (37,5 nel 2018), per il 28,2 per cento negli Stati Uniti (26,4 nel 2018) e per il 20,2 per cento nei Paesi non aderenti all'OCSE (15,6 per cento nel 2018).

Investimenti azionari

I **titoli azionari**, ivi inclusi quelli sottostanti gli OICVM detenuti dalle casse di previdenza, totalizzano **16,8 miliardi** di euro; essi costituiscono il 17,5 per cento delle attività, salendo dal 15,9 del 2018.

Senza considerare quelli sottostanti gli OICVM, i **titoli di capitale** ammontano a **8,1 miliardi** di euro, l'8,4 per cento delle attività, in aumento di 0,2 punti percentuali dall'anno precedente. Di questi, 1,2 miliardi sono costituiti da quote del capitale della Banca d'Italia.

Più in dettaglio:

- il **62,7 per cento** (60,7 nel 2018) è investito nell'**Area dell'euro**. Gli Stati Uniti si attestano al 19,2 per cento (18,6 nel 2018) mentre diminuiscono le quote degli altri Paesi dell'Unione europea dal 5,3 al 4,4 per cento e anche gli investimenti in titoli del Giappone dal 5,3 al 4,7 per cento;
- il **34,5 per cento** (32,2 nel 2018) fa capo al **settore finanziario**; il settore energetico si riduce dal 14,3 all'11,2 per cento mentre aumentano le *utilities* dal 13,3 al 15,8 per cento, non si registrano variazioni di rilievo nelle quote appannaggio degli altri settori economici.

Gli **investimenti azionari sottostanti gli OICVM** ammontano a **8,7 miliardi** di euro, il 9,1 per cento delle attività, 1,4 punti percentuali in più rispetto al 2018.

Rispetto ai titoli detenuti direttamente e tramite mandati di gestione, il portafoglio azionario sottostante gli OICVM presenta alcune differenze:

- è investito per il **28,9 per cento** (30,2 nel 2018) negli **Stati Uniti**; segue l'Area dell'euro con il 26,5 per cento, in calo dal 23,3 del 2018, e il gruppo di Paesi non aderenti all'OCSE che si attesta al 20,9 per cento (20,3 nel 2018);
- è costituito da azioni del settore dei **beni di consumo** per una quota del **22,5 per cento** (21,8 nel 2018). Seguono il settore finanziario con il 17,2 per cento, percentuale stabile rispetto all'anno precedente, l'*information technology* con il 15 per cento (13,2 nel 2018) e l'industriale con l'11,3 per cento (10,6 nel 2018)

OICR diversi dagli OICVM

Gli **OICR diversi dagli OICVM** ammontano a **20,4 miliardi** di euro, il **21,3 per cento** delle attività totali (in diminuzione di 0,4 punti percentuali rispetto al 2018); per essi sussistono inoltre 4,2 miliardi di euro di residui impegni di sottoscrizione. Tali strumenti finanziari sono per circa i tre quarti costituiti da **fondi immobiliari** (15 miliardi di euro); sono presenti anche fondi di *private equity* e *private debt* per un ammontare di 2,1 miliardi di euro, il 2,2 per cento dell'attivo totale (2 nel 2018).

Altre componenti

Nelle attività complessivamente detenute dalle casse di previdenza figurano inoltre **liquidità** – comprensiva anche dei crediti per operazioni di pronti contro termine e dei depositi bancari – per 6,7 miliardi di euro (7 per cento del totale, 0,2 punti percentuali in più rispetto al 2018); **polizze assicurative** per 582 milioni (0,6 per cento), di cui 502 di ramo V, 35 di ramo III e 45 di ramo I, e **altre attività** per 7,7 miliardi (8,1 per cento), di cui 6,7 miliardi rappresentativi di **crediti di natura contributiva**, incidono sull'attivo totale per una percentuale che complessivamente registra una lieve flessione rispetto al 2018.

Le suddette **altre attività** comprendono anche 32,6 milioni di euro rappresentativi del saldo del valore di mercato degli strumenti finanziari derivati attivi e passivi impiegati da 6 casse, quasi integralmente con finalità di copertura del rischio di cambio riferito a investimenti denominati in divisa diversa dall'euro.

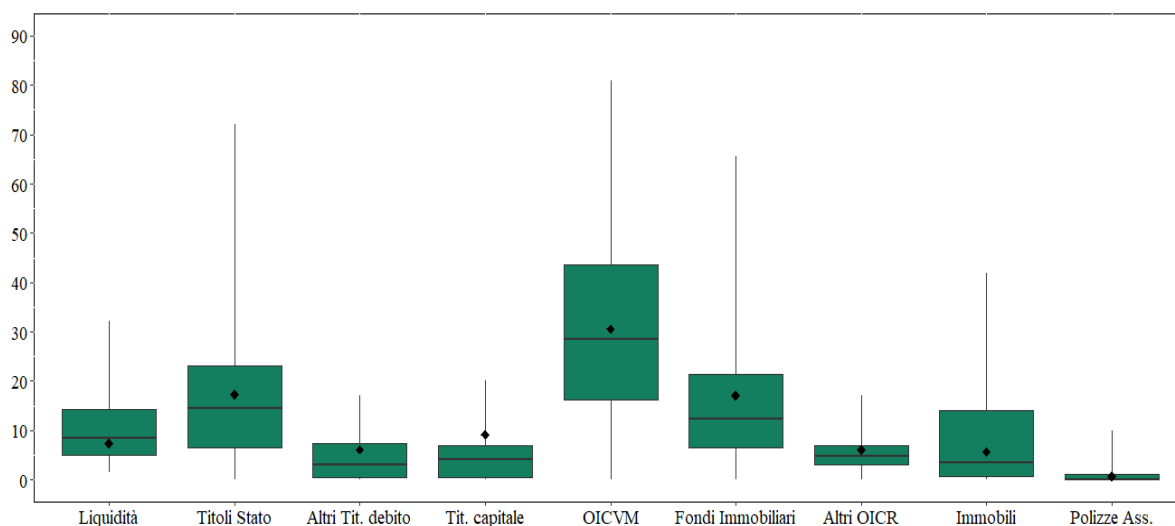
2.2. I portafogli delle casse di previdenza

L'analisi dei dati per singola cassa di previdenza permette di apprezzare la variabilità tra casse nella composizione delle attività investite, intese quale totale delle risorse al netto della componente "Altre attività". Il quadro che ne emerge risulta significativamente diverso da quello caratterizzante i fondi pensione – in special modo di nuova istituzione – le cui politiche di investimento tendono a essere tra di loro più omogenee in quanto, a livello di comparto, rispecchiano l'orientamento prevalente verso una o più classi di attività così come stabilito nelle convenzioni e nei regolamenti, coerentemente con la specifica normativa di settore, e spesso sono collegate a un *benchmark* di riferimento.

Tav. 6

Casse di previdenza. Distribuzione delle componenti delle attività investite

(dati di fine 2019; valori percentuali)



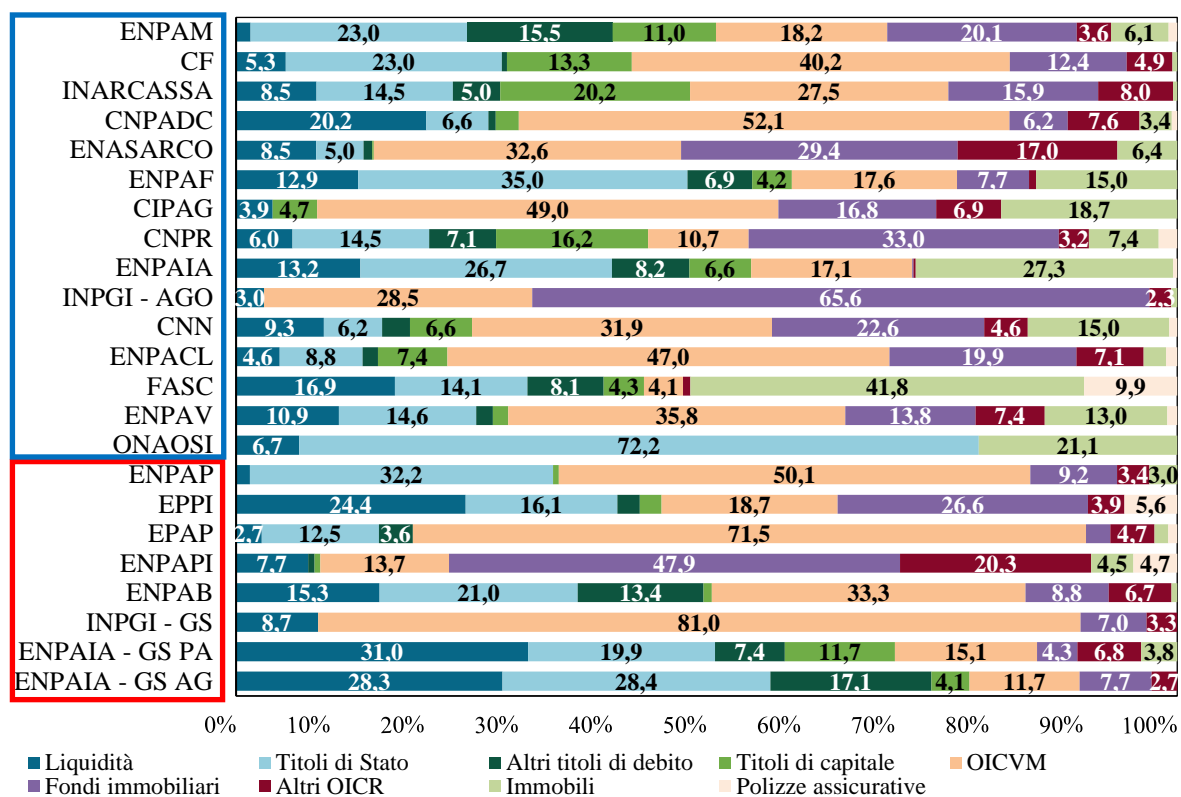
Per ciascuna cassa, il peso delle singole componenti è calcolato sul totale delle attività investite. Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili". Il punto evidenziato in grassetto rappresenta la media ponderata.

Attraverso un diagramma c.d. *box and whiskers plot* si rappresenta, per ciascuna componente dell'attivo investito, la dispersione tra le casse di previdenza e si documenta l'ampia variabilità per quasi tutte quelle principali (cfr. Tav. 6). In particolare, il campo di variazione delle quote detenute è elevato per i titoli di Stato (**0-72 per cento**, la metà dei casi con percentuali comprese tra il **6** e il **23 per cento**), per gli OICVM (**0-81 per cento**, la metà dei casi tra il **16** e il **44 per cento**). Mostrano una dispersione elevata anche i fondi immobiliari (**0-66 per cento**, la metà dei casi tra il **7** e il **21 per cento**) e gli immobili, comprensivi delle partecipazioni in società immobiliari controllate (**0-42 per cento**, la metà dei casi compresi tra l'**1** e il **14 per cento**).

A livello di singola cassa, l'ampia eterogeneità della composizione delle attività investite dipende anche dalla rispettiva categoria di appartenenza sulla base della normativa: per quelle di cui al Decreto lgs. 509/1994 pesa, infatti, l'eredità storica costituita dai pregressi obblighi di predisposizione dei piani di impiego dei fondi disponibili, con i conseguenti vincoli alla destinazione immobiliare di una quota del patrimonio (cfr. Tav. 7).

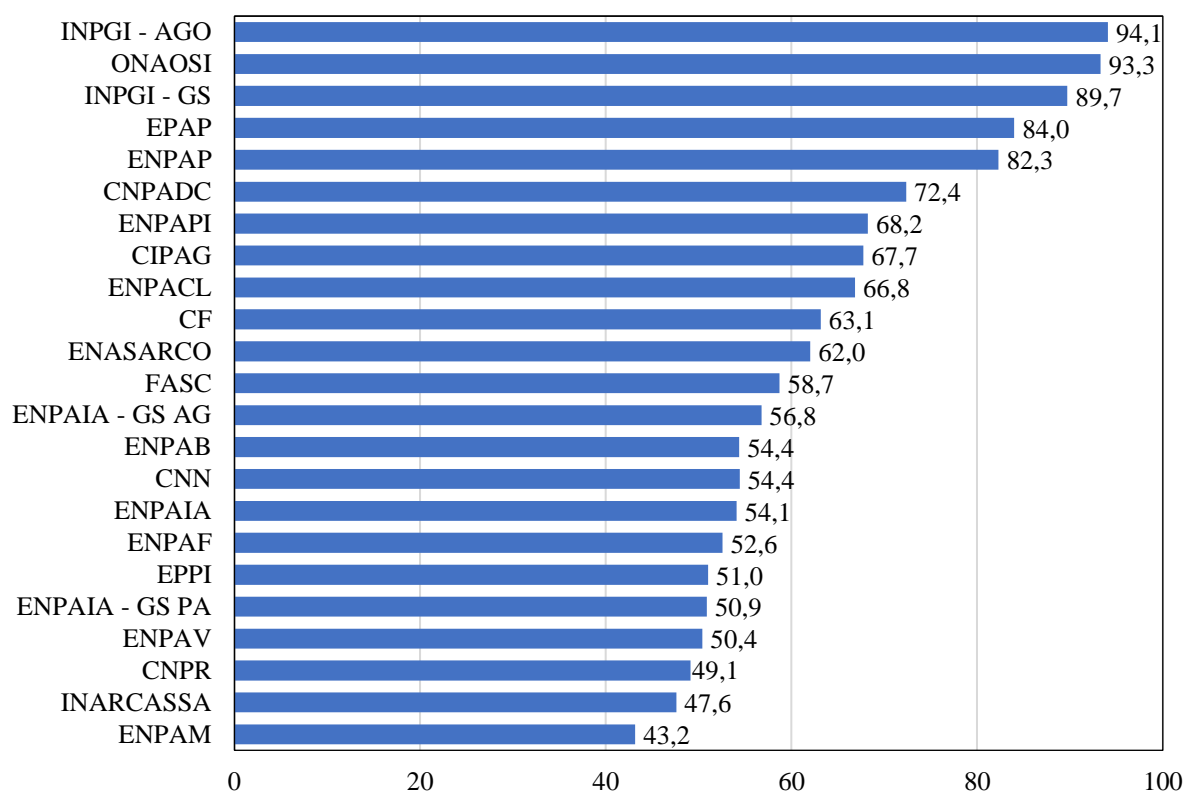
Casse di previdenza. Attività investite suddivise per componenti

(dati di fine 2019; valori percentuali)



Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili". Le casse di cui al Decreto lgs. 509/1994 (103/1996) sono raggruppate all'interno del rettangolo blu (rosso).

Ulteriori elementi sulle caratteristiche della gestione finanziaria delle singole casse di previdenza possono essere tratti confrontando il peso delle prime due componenti delle attività investite sul totale (cfr. Tav. 8). Ne emerge un'ampia variabilità, dal 43,2 per cento di ENPAM al 94,1 per cento di INPGI – gestione AGO.

Casse di previdenza. Attività investite. Peso delle prime due componenti*(dati di fine 2019; valori percentuali)*

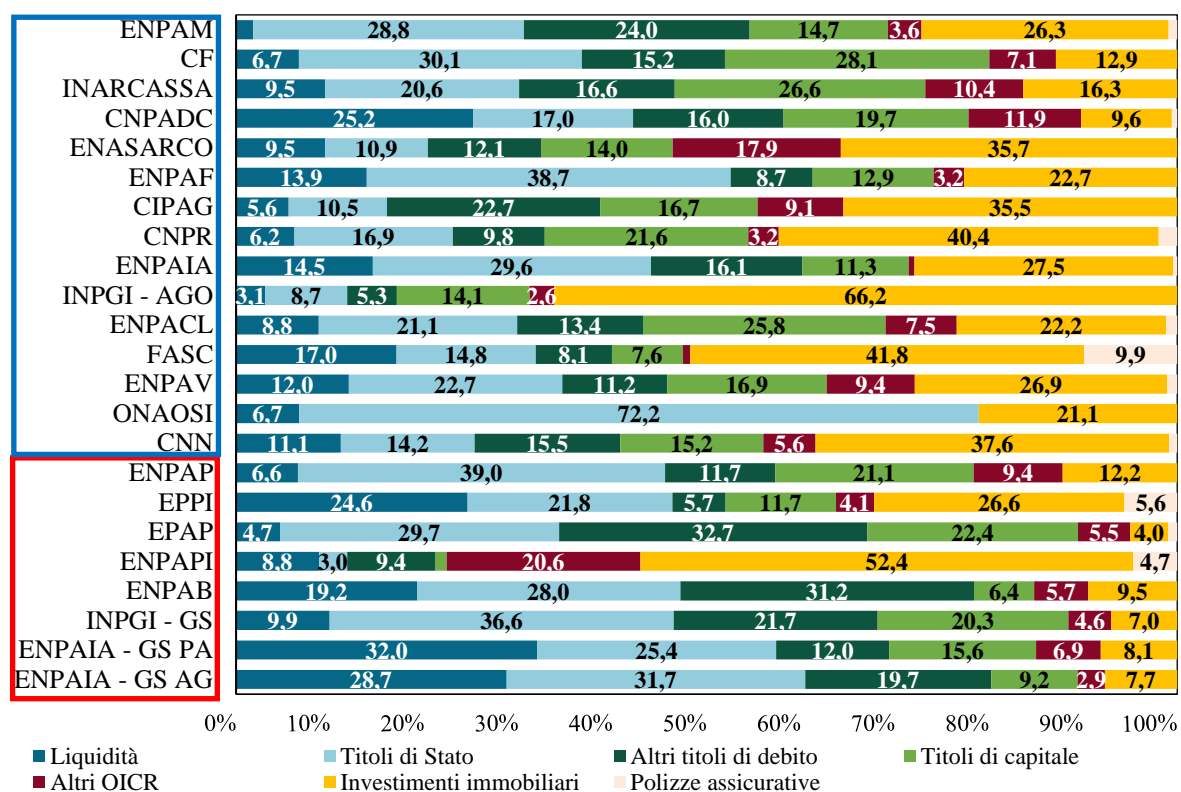
Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili".

Tra le diverse componenti delle attività investite un peso crescente stanno assumendo gli OICR che, a loro volta, comprendono al loro interno diverse classi di attività. Nelle more di una rivisitazione complessiva del sistema segnaletico delle casse di previdenza che consenta anche un maggiore dettaglio sulle attività sottostanti tutti gli OICR, si attribuiscono alle rispettive classi di attività quelle detenute dagli OICVM, si aggregano agli immobili i fondi immobiliari e le partecipazioni in società immobiliari controllate e si considerano gli altri OICR come classe a sé stante.

Risultano confermate le differenze, anche di rilievo, tra le diverse casse nella composizione delle attività investite (*cf. Tav. 9*). Tali differenze non sembrano dettate dall'appartenenza delle casse di previdenza alle categorie individuate dalla normativa (Decreti lgs. 509/1994 e 103/1996); fa eccezione il peso degli investimenti immobiliari, che si attesta su livelli comparativamente più elevati per quelle di cui al Decreto lgs. 509/1994 anche per i già richiamati vincoli che sussistevano all'impiego dei fondi disponibili.

Tav. 9

Casse di previdenza. Attività investite suddivise per componenti (con look-through degli OICVM)
(dati di fine 2019; valori percentuali)



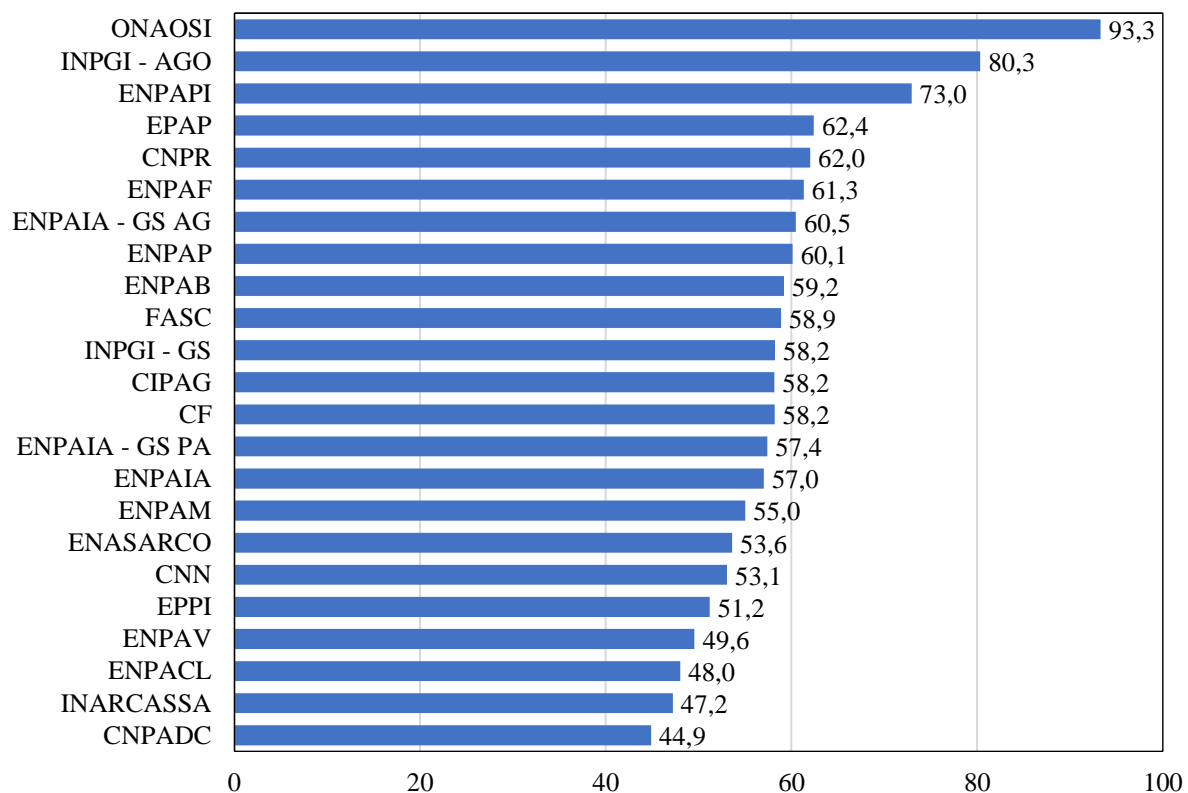
Per ciascuna cassa, gli OICVM sono stati scomposti in base alle classi di attività sottostanti (c.d. *look through*). Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Investimenti immobiliari". Le casse di cui al Decreto lgs. 509/1994 (103/1996) sono raggruppate all'interno del rettangolo blu (rosso).

Anche rispetto a tale ripartizione più fine degli investimenti è utile prestare attenzione al diverso peso sul totale delle prime due classi di attività, individuate nei predetti termini. Tale confronto fornisce risultati in parte diversi rispetto a quelli evidenziati in precedenza: a parte ONAOSI (che non investe in OICR), esso varia dal 44,9 per cento di CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI all'80,3 per cento di INPGI – gestione AGO (*cfr. Tav. 10*).

Tav. 10

Casse di previdenza. Attività investite. Peso delle prime due componenti (con *look-through* degli OICVM)

(dati di fine 2019; valori percentuali)



Per ciascuna cassa, gli OICVM sono stati scomposti in base alle classi di attività sottostanti (c.d. *look through*). Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Investimenti immobiliari".

3. GLI INVESTIMENTI NELL'ECONOMIA ITALIANA

Il **risparmio previdenziale** intermediato da casse di previdenza e forme pensionistiche complementari (di seguito, per semplicità, fondi pensione) ha raggiunto dimensioni ragguardevoli. A fine 2019, il totale complessivo delle risorse si attesta a **281,1 miliardi** di euro, il **15,7** per cento del PIL, così suddiviso: 96 miliardi di euro fa capo alle casse di previdenza e 185,1 miliardi ai fondi pensione.

La disponibilità di dati sulla composizione dell'attivo di casse di previdenza e fondi pensione permette di ricostruire la rispettiva propensione all'investimento nell'economia italiana, tema che riveste notevole importanza nel dibattito corrente e al quale è dedicato il resto di questa sezione.

Le casse di previdenza e l'investimento nell'economia italiana

Gli **investimenti domestici** delle casse di previdenza ammontano a **34,8 miliardi** di euro, il **36,3** per cento delle attività; la percentuale risulta in diminuzione di 3,9 punti rispetto al 2018 (cfr. Tav. 11); gli **investimenti non domestici** si attestano a **46,1 miliardi**, corrispondenti al **48,0** per cento del totale, 4,1 punti percentuali in più rispetto al 2018.

Tav. 11

Casse di previdenza. Investimenti domestici e non domestici

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

	2018						2019					
	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%
Attività												
Titoli di Stato	9.105	10,5	5.544	6,4	14.649	16,8	7.814	8,1	7.386	7,7	15.201	15,8
Altri titoli di debito	808	0,9	4.112	4,7	4.919	5,7	845	0,9	4.559	4,7	5.404	5,6
Titoli di capitale	3.582	4,1	3.566	4,1	7.148	8,2	4.423	4,6	3.650	3,8	8.073	8,4
OICVM	1.264	1,5	20.935	24,1	22.199	25,5	1.602	1,7	25.309	26,4	26.910	28,0
Altri OICR	14.799	17,0	4.076	4,7	18.875	21,7	15.206	15,8	5.197	5,4	20.403	21,3
- di cui: fondi immob.	13.272	15,3	965	1,1	14.237	16,4	13.555	14,1	1.488	1,6	15.043	15,7
Immobili	4.894	5,6	-	-	4.894	5,6	4.412	4,6	-	-	4.412	4,6
Part. in società immob.	531	0,6	-	-	531	0,6	528	0,5	-	-	528	0,5
Totale	34.982	40,2	38.233	43,9	73.215	84,1	34.830	36,3	46.101	48,0	80.931	84,3
Liquidità					5.887	6,8					6.736	7,0
Polizze assicurative					512	0,6					582	0,6
Altre attività					7.401	8,5					7.734	8,1
Totale attività					87.016	100,0					95.983	100,0
<i>Per memoria:</i>												
Investimenti immob.	18.698	21,5	965	1,1	19.663	22,6	18.495	19,3	1.488	1,6	19.983	20,8
- immobili	4.894	5,6	-	-	4.894	5,6	4.412	4,6	-	-	4.412	4,6
- fondi immobiliari	13.272	15,3	965	1,1	14.237	16,4	13.555	14,1	1.488	1,6	15.043	15,7
- part. in società immob.	531	0,6	-	-	531	0,6	528	0,5	-	-	528	0,5

Per gli OICVM, la ripartizione tra componente domestica e non domestica è quella relativa ai titoli ad essi sottostanti (c.d. *look through*) ed è parzialmente stimata. Per quanto riguarda i fondi immobiliari, si è fatto riferimento all'ubicazione degli immobili in portafoglio; per gli altri OICR, tale ripartizione è basata sulla domiciliazione dei fondi stessi.

Considerando le attività al netto della liquidità (prevalentemente depositi bancari), delle polizze assicurative e delle altre attività (in larga misura crediti contributivi) per un totale di 80,9 miliardi di euro, **l'incidenza delle due componenti sarebbe, rispettivamente, il 43 per cento (47,8 nel 2018) per gli investimenti domestici e il 57 per cento (52,2 nel 2018) per quelli non domestici.**

Nell'ambito degli investimenti domestici, restano predominanti gli **investimenti immobiliari (18,5 miliardi di euro, il 19,3 per cento delle attività totali)** e i **titoli di Stato (7,8 miliardi di euro, l'8,1 per cento delle attività totali)**. Nel confronto con il 2018, l'incidenza sul totale delle attività per la componente immobiliare registra una diminuzione di 2,2 punti percentuali e di 2,4 punti percentuali per i titoli di Stato.

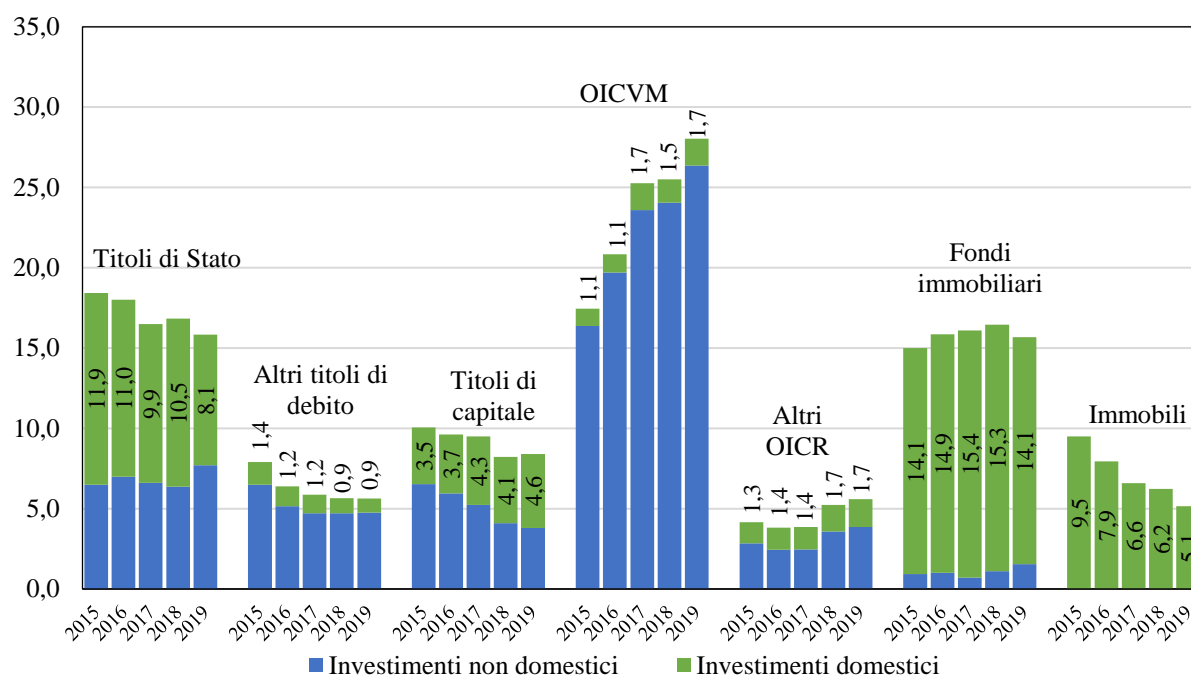
Sono inoltre presenti **titoli di debito e di capitale** per un ammontare complessivo di **5,3 miliardi di euro, circa 900 milioni** in aumento rispetto al 2018, pari al **5,5 per cento dell'attivo (5 nel 2018)**; i **titoli di capitale** aumentano (circa **4,4 miliardi di euro, il 4,6 per cento dell'attivo** rispetto al 4,1 del 2018), così come registrano un lieve incremento anche i **titoli di debito a 845 milioni, lo 0,9 per cento delle attività**. Sul punto va rilevato che nell'ambito dei titoli di capitale figura il controvalore delle quote del capitale della Banca d'Italia sottoscritte da 9 casse di previdenza per circa 1,2 miliardi di euro; in quattro casi la sottoscrizione è avvenuta nella massima percentuale consentita dalla normativa vigente.

Per quanto riguarda le **quote di OICR diversi dai fondi immobiliari**, esse totalizzano **3,2 miliardi di euro** pari al **3,4 per cento delle attività (3,2 nel 2018)**.

L'evoluzione nel quinquennio 2015-2019 delle componenti dell'attivo ripartite tra investimenti domestici e non domestici (*cf. Tav. 12*) mostra che, nell'ambito della quota domestica, si riducono gli immobili (4,4 punti percentuali), i titoli di Stato (3,8 punti percentuali) e gli altri titoli di debito (0,5 punti percentuali); aumenta, invece, l'incidenza dei titoli di capitale (1,1 punti percentuali), delle quote di OICVM (0,6 punti percentuali) e di altri OICR (0,4 punti percentuali); stabili le quote di fondi immobiliari.

Casse di previdenza. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2015-2019

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



Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili".

I fondi pensione e l'investimento nell'economia italiana

Gli investimenti domestici dei fondi pensione si attestano a **40,3 miliardi** di euro (*cfr. Tav. 13*), corrispondenti al **26,8** per cento dell'ANDP (attivo netto destinato alle prestazioni, pari a 150,1 miliardi di euro, valore calcolato escludendo i PIP "vecchi", i fondi preesistenti interni e le riserve matematiche presso imprese di assicurazione); rispetto all'anno precedente la percentuale cala di un punto. Gli **investimenti non domestici** totalizzano a **99 miliardi** di euro, pari al **65,9** per cento dell'attivo netto, 3,4 punti percentuali in più rispetto al 2018.

Tra gli investimenti domestici, i **titoli di Stato** sono predominanti: **30,9 miliardi** di euro, il **20,6** per cento dell'attivo netto, in diminuzione di 0,6 punti percentuali dall'anno precedente.

Se rapportate al solo totale degli investimenti (139,3 miliardi di euro), escludendo liquidità, polizze assicurative e altre attività, l'incidenza della quota allocata in Italia si attesta al **28,9** per cento (30,8 nel 2018); quella in Paesi diversi dall'Italia al **71,1** per cento (69,2 nel 2018).

Tav. 13

Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici

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

	2018						2019					
	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%
Attività e passività												
Titoli di Stato	28.164	21,2	27.078	20,4	55.242	41,7	30.906	20,6	29.557	19,7	60.463	40,3
Altri titoli di debito	2.641	2,0	19.975	15,1	22.616	17,1	2.791	1,9	23.735	15,8	26.527	17,7
Titoli di capitale	1.224	0,9	20.592	15,5	21.815	16,5	1.562	1,1	26.833	17,9	28.395	18,9
OICVM	1.246	0,9	14.128	10,7	15.373	11,6	1.589	1,1	17.500	11,7	19.089	12,7
Altri OICR	1.749	1,3	1.103	0,8	2.853	2,2	1.777	1,2	1.326	0,9	3.104	2,1
- di cui: fondi immob.	1.503	1,1	239	0,2	1.742	1,3	1.437	1,0	230	0,2	1.666	1,1
Immobili	1.590	1,2	-	-	1.590	1,2	1.489	1,0	-	-	1.489	1,0
Part. in società immob.	271	0,2	-	-	271	0,2	193	0,1	-	-	192	0,1
Totale	36.884	27,8	82.875	62,5	119.759	90,3	40.307	26,8	98.952	65,9	139.259	92,7
Liquidità					9.385	7,1					9.718	6,5
Polizze assicurative					1.449	1,1					1.721	1,1
Altre attività e passività					1.984	1,5					-548	-0,4
Totale ANDP					132.577	100,0					150.150	100,0
<i>Per memoria:</i>												
Investimenti immob.	3.363	2,5	239	0,2	3.602	2,7	3.119	2,1	230	0,2	3.348	2,2
- immobili	1.590	1,2	-	-	1.590	1,2	1.489	1,0	-	-	1.489	1,0
- fondi immobiliari	1.503	1,1	239	0,2	1.742	1,3	1.437	1,0	230	0,2	1.666	1,1
- part. in società immob.	271	0,2	-	-	271	0,2	193	0,1	-	-	193	0,1

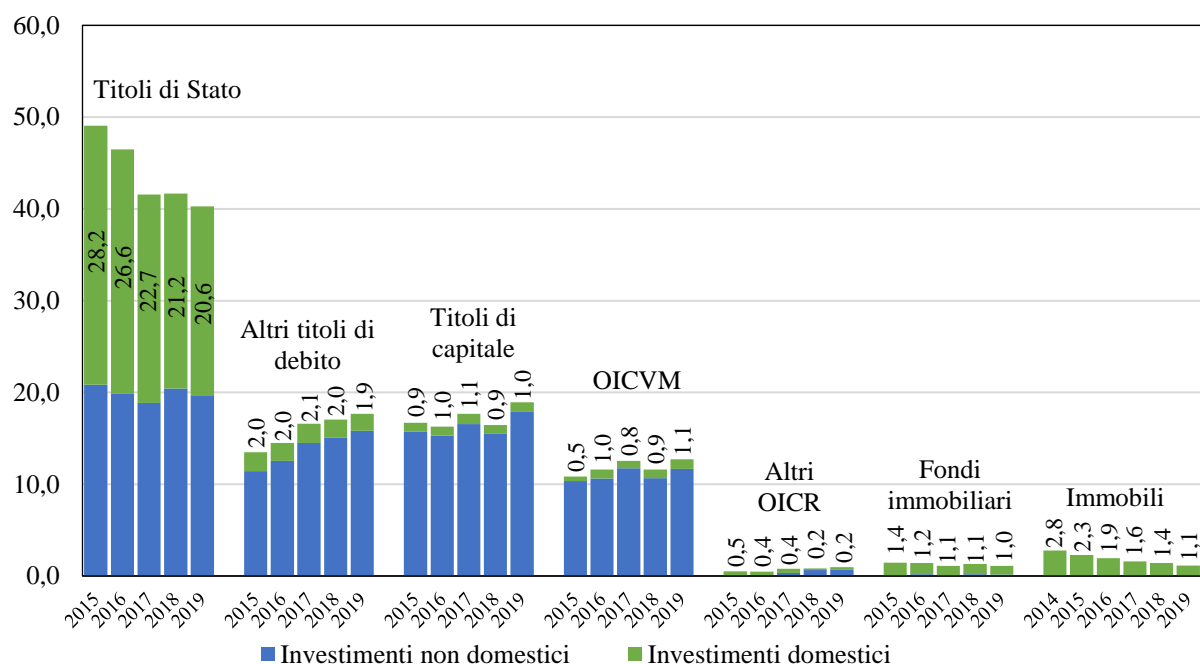
I dati si riferiscono ai fondi pensione negoziali, ai fondi pensione aperti, ai fondi pensione preesistenti e ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo; per i fondi pensione preesistenti, i dati sono relativi ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione. Nel totale si include FONDINPS. Per gli OICVM e gli altri OICR diversi dai fondi immobiliari, la ripartizione tra componente domestica e non domestica è quella relativa ai titoli ad essi sottostanti (*c.d. look through*) ed è parzialmente stimata. Per quanto riguarda i fondi immobiliari, tale ripartizione è basata sulla domiciliazione dei fondi stessi.

L'evoluzione nel quinquennio 2015-2019 delle componenti dell'attivo netto ripartite tra investimenti domestici e non domestici (*cf. Tav. 14*) mostra riduzioni generalizzate della quota domestica: diminuisce in modo consistente il peso dei titoli di Stato (7,6 punti percentuali in meno); flessioni si registrano anche per gli immobili (1,7 punti percentuali), i fondi immobiliari (0,4 punti percentuali) e gli altri OICR (0,3 punti percentuali). Aumenti si riscontrano per le sole quote di OICVM (0,6 punti percentuali). Gli altri titoli di debito e i titoli di capitale registrano variazioni marginali (0,1 punti percentuali per entrambe le categorie).

Tav. 14

Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2015-2019

(dati di fine anno; valori in percentuale dell'attivo netto destinato alle prestazioni)



(1) Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili".

Il confronto tra casse di previdenza e fondi pensione

In sintesi, dalla composizione degli investimenti a fine 2019 delle casse di previdenza e dei fondi pensione emerge che:

- nelle casse di previdenza gli OICVM costituiscono il principale strumento di investimento (28 per cento), aumentando in modo consistente negli ultimi anni; seguono i titoli di debito (21,4 per cento, di cui circa tre quarti costituiti da titoli di Stato). Il peso degli investimenti immobiliari, ancorché in costante riduzione, resta comunque significativo (20,8 per cento); a seguire i titoli di capitale (8,4 per cento);
- nei fondi pensione restano prevalenti i titoli di debito (58 per cento del totale dell'attivo netto, di cui poco più di due terzi costituiti da titoli di Stato) seguiti dai titoli di capitale (18,9 per cento) e dagli OICVM (12,7 per cento). Gli investimenti immobiliari costituiscono, invece, una componente residuale (2,2 per cento) e per lo più concentrati nei fondi pensione preesistenti.

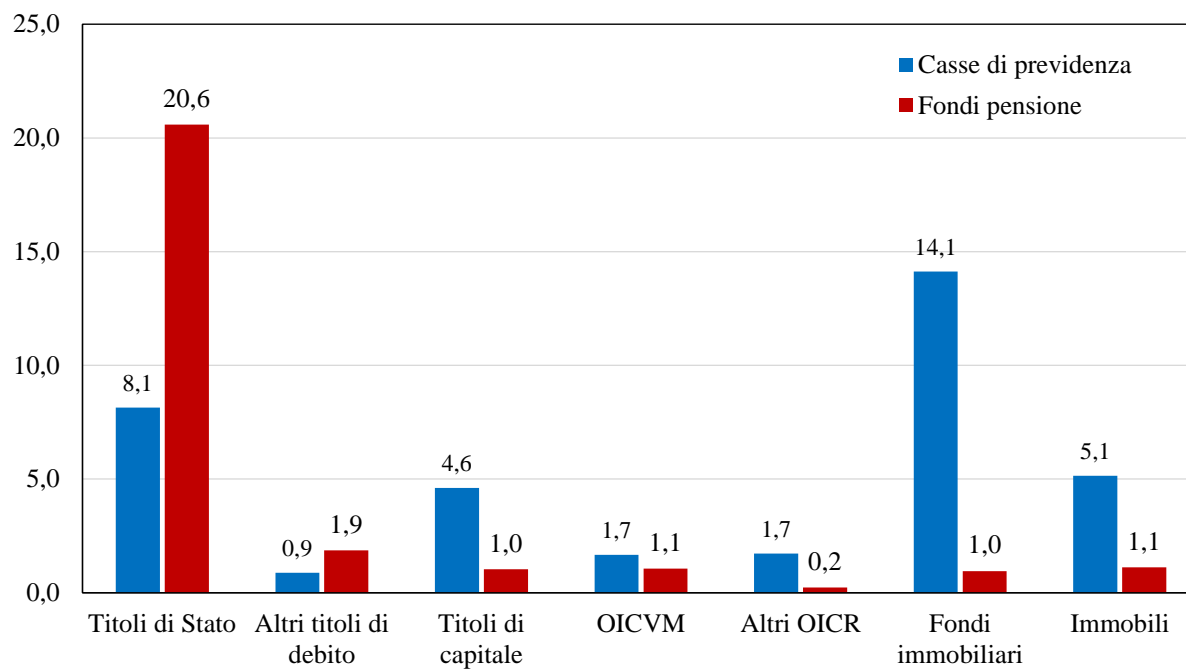
Per quanto riguarda le risorse allocate in Italia al 31 dicembre 2019 (*cf. Tav. 15*), si osserva che:

- **le casse di previdenza hanno investito nell'economia italiana 34,8 miliardi di euro (36,3 per cento delle attività totali)**; di cui:
 - 18,5 miliardi (19,3 per cento delle attività totali) in investimenti immobiliari;
 - 7,8 miliardi (8,1 per cento delle attività totali) in titoli di Stato;
 - 5,3 miliardi (5,5 per cento delle attività totali) in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 845 milioni in obbligazioni e 4,4 miliardi in azioni;
 - 3,3 miliardi (3,4 per cento delle attività totali) in quote di OICR.
- **i fondi pensione hanno investito nell'economia italiana 40,3 miliardi di euro (26,8 per cento delle attività totali)**; di cui:
 - 30,9 miliardi (20,6 per cento dell'attivo netto) in titoli di Stato;
 - 3,1 miliardi (2,1 per cento dell'attivo netto) in investimenti immobiliari;
 - 4,4 miliardi (3 per cento dell'attivo netto) in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 2,8 miliardi in obbligazioni e 1,6 miliardi in azioni;
 - 1,9 miliardi (1,3 per cento dell'attivo netto) in quote di OICR.

Al netto degli investimenti immobiliari e dei titoli di Stato, questi ultimi depurati anche della componente sottostante gli OICVM, e senza tener conto delle quote del capitale di Banca d'Italia sottoscritte dalle casse di previdenza per circa 1,2 miliardi di euro e dai fondi pensione per circa 245 milioni, le **risorse finanziarie destinate alle imprese italiane possono essere calcolate in 11,8 miliardi di euro (9,8 nel 2018), così suddivisi: 6,6 (5,4 nel 2018) investiti dalle casse di previdenza e 5,2 (4,4 nel 2018) impiegati dai fondi pensione**. Gli investimenti sono costituiti per circa 3,6 miliardi (3,3 nel 2018) da strumenti obbligazionari, 4,5 miliardi (3,4 nel 2018) da strumenti azionari e 3,7 miliardi (3,1 nel 2018) da investimenti effettuati per il tramite di OICR diversi dai fondi immobiliari. Se rapportato al totale delle passività finanziarie delle imprese italiane, il contributo fornito dal risparmio previdenziale resta modesto, circa lo 0,38 per cento.

Casse di previdenza e fondi pensione. Investimenti domestici

(dati di fine 2019; valori in percentuale delle attività totali per le casse di previdenza e dell'attivo netto destinato alle prestazioni per i fondi pensione)



Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili".

4. LE MODALITÀ DI GESTIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE E L'UTILIZZO DEL DEPOSITARIO

A fine 2019, le attività finanziarie gestite in forma diretta totalizzano **66,1 miliardi** di euro (cfr. Tav. 16), il **79,9 per cento** del totale (invariato rispetto al 2018); nell'ambito della gestione diretta, le quote di OICR ne costituiscono oltre i due terzi incrementandosi di 2,5 punti percentuali rispetto al 2018.

Le attività finanziarie gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a **16,6 miliardi** di euro, il **20,1 per cento** del totale. Le attività gestite in convenzione fanno capo a 30 gestori. Il 59,4 per cento delle suddette risorse è appannaggio di 5 gestori con percentuali di *asset under management* tra il 6 e il 18,8 per cento; il resto è distribuito tra 25 gestori con percentuali che oscillano tra un minimo dello 0,2 e un massimo del 5,1 per cento delle risorse.

Tav. 16

Casse di previdenza. Ripartizione delle attività finanziarie per modalità di gestione
(dati di fine anno; importi in milioni di euro)

	2018		2019	
	Importi	%	Importi	%
Gestione diretta	58.797	79,8	66.083	79,9
- di cui: quote di OICR	39.040	53,0	45.884	55,5
Gestione indiretta tramite mandati	14.880	20,2	16.644	20,1
Totale attività finanziarie	73.677	100,0	82.727	100,0

Con riferimento alla tipologia di intermediari a cui sono affidate le risorse in gestione (cfr. Tav. 17), il 20,9 per cento delle attività finanziarie fa capo a intermediari italiani (in diminuzione di 11,8 punti percentuali rispetto al 2018) – 7 SGR e 5 banche (una in meno rispetto all'anno precedente) – che gestiscono rispettivamente 17 e 7 mandati (24 e 14 nel 2018). Il restante 79,1 per cento fa capo a 18 intermediari esteri (8 in meno rispetto all'anno precedente) che gestiscono complessivamente 25 mandati (39 nel 2018). Se si tiene conto della circostanza che taluni degli intermediari residenti in Italia appartengono a gruppi stranieri, la quota gestita dagli operatori esteri sale a circa l'86 per cento (in aumento di oltre 6 punti percentuali rispetto al 2018).

Tav. 17

Casse di previdenza. Risorse in gestione*(dati di fine anno; importi in milioni di euro)*

Tipologia di intermediario	Numero intermediari		Numero mandati		Attività finanziarie in gestione			
	2018	2019	2018	2019	2018		2019	
					Importo	%	Importo	%
Imprese italiane								
SGR	7	7	24	17	2.942	19,8	2.301	13,8
Banche	6	5	14	7	1.913	12,9	1.173	7,1
Totale	13	12	38	24	4.855	32,7	3.474	20,9
Imprese di altri paesi	26	18	39	25	10.025	67,3	13.170	79,1
Totale	39	30	77	49	14.880	100,0	16.644	100,0
<i>Per memoria:</i>								
Attività finanziarie gestite direttamente					58.797		66.083	
Totale attività finanziarie					73.677		82.727	

Nella composizione delle attività finanziarie emergono rilevanti differenze tra le due modalità di gestione (*cfr. Tav. 18*). Nella **gestione diretta**, è comunque preponderante il ricorso **all'investimento in OICR: 45,9 miliardi** di euro, pari al **69,4 per cento**, costituiti da quote di OICVM per 25,6 miliardi e di altri OICR per 20,3 miliardi (di cui 14,9 fondi immobiliari). Sono inoltre presenti titoli di Stato per il 13 per cento; il complesso degli altri titoli di debito e dei titoli di capitale si attesta solo al 7,8 per cento.

Tav. 18

Casse di previdenza. Attività finanziarie per modalità di gestione*(dati di fine anno; importi in milioni di euro)*

	2018				2019			
	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%
Attività								
Liquidità	5.536	9,4	351	2,4	6.448	9,8	288	1,7
Titoli di Stato	9.589	16,3	5.060	34,0	8.600	13,0	6.601	39,7
Altri titoli di debito	1.287	2,2	3.632	24,4	1.182	1,8	4.222	25,4
Titoli di capitale	3.345	5,7	3.803	25,6	3.970	6,0	4.104	24,7
OICVM	20.290	34,5	1.909	12,8	25.603	38,7	1.307	7,9
Altri OICR	18.750	31,9	125	0,8	20.280	30,7	122	0,7
- di cui: fondi immobiliari	14.147	24,1	90	0,6	14.928	22,6	115	0,7
Totale attività finanziarie	58.797	100,0	14.880	100,0	66.083	100,0	16.644	100,0

Per gestione indiretta si intende il conferimento in gestione delle attività finanziarie a gestori specializzati. Sono escluse le polizze assicurative.

La **gestione indiretta tramite mandati** è per il **39,7 per cento**, 6,6 miliardi di euro, investita in **titoli di Stato**; gli altri titoli di debito e i titoli di capitale, entrambi integralmente quotati, corrispondono, rispettivamente, al 25,4 e al 24,7 per cento. Le quote di OICVM hanno

un'incidenza del 7,9 per cento (12,8 nel 2018); marginale è il peso degli altri OICR (0,7 per cento), per quasi la totalità costituiti da quote di fondi immobiliari.

Le attività finanziarie per le quali è operante un **depositario** ammontano a **36,3 miliardi di euro**, pari al 43,9 per cento del totale (40 nel 2018): **16,5 miliardi** si riferiscono alle attività finanziarie conferite in **gestione a intermediari specializzati**, rappresentandone la quasi totalità; i restanti **19,8 miliardi** si riferiscono ad attività finanziarie in **gestione diretta** di cui rappresentano il 30 per cento del totale.

5. 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, sull'articolazione del processo di impiego delle risorse e sul controllo della gestione finanziaria consente di svolgere alcune considerazioni sugli assetti regolamentari e organizzativi adottati dalle casse di previdenza in materia di investimenti.

In molti casi le casse di previdenza hanno sopperito alla mancanza di un quadro normativo completo concernente la loro gestione finanziaria prendendo a riferimento – per la definizione dei propri assetti regolamentari – la disciplina dei fondi pensione e, in particolare, le *“Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento”* adottate dalla COVIP il 16 marzo 2012 e le norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse e sulle regole in materia di conflitti di interesse, contenute prima nel DM Tesoro 703/1996 e successivamente nel DM Economia 166/2014.

Va tuttavia rilevato che, non essendo per loro cogenti, le casse di previdenza hanno potuto rielaborare le suddette previsioni di normativa secondaria con ampi gradi di libertà. Di conseguenza, deve ancora riscontrarsi che gli assetti regolamentari si presentano assai disomogenei e i documenti che li definiscono molto diversificati quanto a struttura e contenuti. In alcuni casi, tali documenti disciplinano profili organizzativi e procedurali; in altri, esplicitano i criteri da seguire per la definizione di specifici aspetti della gestione finanziaria (ad esempio, la politica di investimento da adottare e il sistema dei controlli da realizzare), facendo talvolta rinvio alla predisposizione di ulteriori elaborati.

In diversi casi, la coesistenza di più documenti che a vario titolo trattano il tema degli investimenti, in assenza del necessario coordinamento, determina ancora scarsa chiarezza complessiva, incongruenze e duplicazioni di contenuti. Questa frammentazione documentale in materia di investimenti è poi accentuata dalla presenza di specifici elaborati attuativi di talune previsioni normative proprie delle casse di previdenza (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, convertito con modificazioni dalla Legge 122/2010).

La suddetta frammentazione documentale riduce altresì l’efficacia dell’azione di vigilanza condotta in materia di investimenti, rendendo meno agevoli i controlli che la COVIP è chiamata a svolgere.

Alla luce di tale situazione, si ritiene utile continuare a evidenziare – in chiave di progressiva evoluzione – l’esigenza che gli elementi caratteristici della politica di investimento perseguita da una cassa di previdenza vengano quanto meno allocati in un apposito elaborato, eliminandoli pertanto dai documenti disciplinanti i profili organizzativi e procedurali della gestione finanziaria (in tal modo facendo peraltro venire meno l’esigenza di frequenti aggiornamenti dovuti all’evoluzione della politica di investimento perseguita e consentendo quindi di connotare siffatti documenti di quella tendenziale stabilità che gli è propria).

Va altresì sottolineato in proposito che la chiarezza nella determinazione degli elementi caratteristici della politica di investimento, nell'attribuzione delle funzioni e delle responsabilità gestionali e nella definizione dei flussi procedurali e informativi interni alle casse di previdenza contribuisce di per sé all'innalzamento del livello di qualità dei processi decisionali e all'accrescimento della capacità di gestione dei rischi. Si tratta proprio di ciò che viene richiesto ai fondi pensione dalla Direttiva IORP II.

Quanto agli assetti organizzativi delle casse di previdenza in materia di investimenti, risultano anch'essi variamente articolati in funzione dell'accentuata diversità della dimensione delle attività detenute e della complessità della politica di investimento perseguita.

In relazione ai profili qui in esame va comunque evidenziato che, pur non essendosi ancora concluso l'iter di emanazione del decreto volto a 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 in questi anni dalla COVIP ha comunque 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, sulla base delle informazioni acquisite per il referto ai Ministeri vigilanti relativo al 2019 (in alcuni casi inerenti anche alle iniziative adottate – per i profili in esame – nei primi mesi del corrente anno), si riportano gli aspetti ritenuti di maggior rilievo, i quali si presentano perlopiù del tutto analoghi a quelli evidenziati con riguardo al 2018.

A. Disciplina interna in materia di investimenti

- 19 casse di previdenza hanno definito una propria disciplina in materia di investimenti, più o meno articolata sotto il profilo dei contenuti e del numero dei documenti in cui questi risultano allocati. In 11 di esse i documenti adottati sono stati sottoposti ai Ministeri vigilanti ai sensi dell'art. 3 del Decreto lgs. 509/1994;
- l'unica cassa di previdenza (ONAOISI) ancora sprovvista di una propria regolamentazione in materia di investimenti risulta comunque dotata di linee guida sulla gestione del patrimonio mobiliare, definite dall'organo di amministrazione tenendo anche conto delle specifiche esigenze poste dall'erogazione di peculiari prestazioni di carattere assistenziale (finalità esclusiva della stessa). Per completezza, va poi aggiunto che una cassa di previdenza che si è dotata di una regolamentazione per gli investimenti della propria gestione principale (ex Decreto lgs. 509/1994), ne risulta ancora priva per quelli afferenti alle due gestioni patrimonialmente separate istituite ai sensi del Decreto lgs. 103/1996.

B. Assetti organizzativi in materia di investimenti

Tali assetti organizzativi, pur risultando – come rilevato in precedenza – variamente articolati, presentano comunque alcuni tratti comuni:

- 16 casse di previdenza prevedono uno o più organismi consiliari consultivi in materia di investimenti, la cui composizione – per quanto piuttosto variegata – si caratterizza

solitamente per la partecipazione 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 di previdenza dispongono di una struttura interna preposta agli investimenti, connotata dimensionalmente in termini assai variegati e in diversi casi costituita in tempi recenti e quindi ancora in via di piena implementazione; 10 di esse dispongono inoltre di una unità organizzativa specificamente dedicata agli investimenti immobiliari, che in un caso si occupa perlopiù di fornire supporto – sulla base di un apposito contratto – alla società incaricata, dal gestore del fondo immobiliare a cui la cassa di previdenza ha apportato la quasi totalità dei propri immobili, dell'attività di *property e facility management* inerente a tali cespiti;
- 18 casse di previdenza si avvalgono di uno (8 casse) o più *advisor* (10 casse), chiamati di solito a supportare l'organo di amministrazione e le strutture operative interne nell'attività di controllo della gestione finanziaria (in diversi casi ricoprendo il ruolo di *risk manager*) e, talvolta, anche in relazione ad altri profili dell'attività di investimento, quali – tipicamente – l'*asset-liability management* (ALM), la definizione dell'*asset allocation* strategica (AAS) e tattica (AAT), e la selezione degli strumenti finanziari/gestori. Alcune di esse risultano essersi avvalse anche di ulteriori incarichi consulenziali per l'approfondimento di specifici aspetti della gestione finanziaria, quali profili legali, fiscali e, più di recente, profili connessi alle tematiche ESG (*Environmental, Social and Governance*). Per completezza va poi aggiunto che le rimanenti 2 casse, connotate da una più contenuta dimensione delle attività detenute, si avvalgono di un supporto consulenziale di portata assai più circoscritta rispetto a quello caratterizzante le casse di previdenza richiamate in precedenza.

C. Procedure di affidamento degli incarichi ai soggetti esterni coinvolti nella gestione finanziaria

- Gestori: delle 10 casse di previdenza che fanno ricorso a mandati di gestione conferiti a intermediari specializzati (3 in meno rispetto a quanto rilevato per il 2018), quelle che ne hanno avviati anche dopo il 2011² sono 7. Di queste, 3 casse di previdenza risultano aver conferito i mandati secondo le procedure di cui al Decreto lgs. 163/2006 o al Decreto lgs. 50/2016 (per completezza va poi aggiunto che una di esse, per l'affidamento più recente, ha invece esperito una gara a evidenza pubblica svolta non secondo le suddette procedure); le altre 4 hanno seguito modalità procedurali diverse (*beauty contest*, valutazione quali-quantitativa sulla base di specifici *database* finanziari);

² Si ritiene utile ricordare che le casse di previdenza sono rientrate nel campo di applicazione del Decreto lgs. 163/2006 per effetto della modifica apportata dall'art. 32, comma 12, del Decreto legge 98/2011 (convertito, con modificazioni, dalla Legge 111/2011) all'art. 1, comma 10-ter, del Decreto legge 162/2008 (convertito, con modificazioni, dalla Legge 201/2008). Vanno altresì ricordate le risultanze emerse in argomento nell'ambito del procedimento di definizione del decreto previsto dall'art. 14, comma 3, del Decreto legge 98/2011. Infatti, con parere del 10 dicembre 2015 l'Autorità Nazionale Anticorruzione (ANAC) ha condiviso l'orientamento espresso dal Consiglio di Stato nel proprio parere interlocutorio del 22 ottobre 2015 (inerente allo schema del suddetto decreto in materia di investimento delle risorse finanziarie, di conflitti di interessi e di depositario) secondo cui la selezione dei gestori (e del depositario) deve seguire le procedure di evidenza pubblica di cui al Decreto lgs. 163/2006 (oggi, Decreto lgs. 50/2016).

- Depositario: delle 11 casse di previdenza che si avvalgono di tale servizio (una in più rispetto a quanto rilevato per il 2018), 9 sono quelle che hanno conferito l'incarico secondo le procedure di cui al Decreto lgs. 163/2006 o al Decreto lgs. 50/2016; le rimanenti 2 risultano aver conferito l'incarico nel 2009 e nel 2010 sulla base di modalità procedurali diverse;
- Advisor: 19 casse di previdenza risultano aver conferito l'incarico secondo le procedure di cui al Decreto lgs. 163/2006 o al Decreto lgs. 50/2016; per completezza va poi aggiunto che una di esse ha anche fatto ricorso a modalità procedurali diverse per l'affidamento dell'incarico – intervenuto nel 2009 – a uno dei consulenti di cui tuttora si avvale. Solamente una cassa di previdenza risulta aver conferito l'incarico, successivamente al 2012, sulla base di modalità procedurali diverse.

D. Modalità di definizione della politica di investimento

- 15 casse di previdenza utilizzano specifiche analisi integrate delle attività e delle passività (ALM) al fine di definire il proprio portafoglio strategico di riferimento (AAS), rappresentativo degli obiettivi di rendimento e dei connessi profili di rischio.