



COVIP

**COMMISSIONE DI VIGILANZA
SUI FONDI PENSIONE**

Casse di previdenza

Le politiche di investimento Quadro di sintesi

Anno 2022

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, comma 1, del Decreto legge 98/2011, convertito con modifiche dalla Legge 111/2011, ha attribuito alla COVIP il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio degli enti previdenziali di cui ai Decreti lgs. 509/1994 e 103/1996 (di seguito, "casse di previdenza" ovvero "casse").

Le casse di cui al Decreto lgs. 509/1994 sono gli enti previdenziali pubblici che per effetto di tale disposizione normativa sono stati trasformati in soggetti con personalità giuridica di diritto privato, senza peraltro modificarne le caratteristiche riguardo al regime previdenziale. Le casse di cui al Decreto lgs. 103/1996 sono gli enti previdenziali fin dall'inizio costituiti come soggetti di diritto privato e caratterizzati da un regime previdenziale basato sul sistema di calcolo contributivo previsto dall'art. 1 della Legge 335/1995.

Le casse di previdenza nel complesso sono 20, configurate come associazioni o fondazioni; hanno come platea di riferimento varie categorie di liberi professionisti e, in taluni casi, di lavoratori dipendenti. Per 16 casse la finalità principale è l'erogazione di prestazioni previdenziali di base. Vi sono, tuttavia, anche tre casse la cui finalità principale è l'erogazione di prestazioni aggiuntive rispetto a quelle dell'Assicurazione Generale Obbligatoria (AGO), nonché una (ONAOISI) che eroga esclusivamente prestazioni di carattere assistenziale, a favore degli orfani di alcune categorie di professionisti. Una delle casse (ENPAIA) di cui al Decreto lgs. 509/1994 (complessivamente pari a 14) ha istituito al suo interno due gestioni patrimonialmente separate ai sensi del Decreto lgs. 103/1996, destinate a specifiche collettività di riferimento.

In Appendice è riportata la lista completa delle singole casse come risultante alla fine del 2022. Al riguardo, va ricordato che la Legge di Bilancio 2022 ha disposto, a far data dal 1° luglio 2022, il trasferimento all'INPS della funzione previdenziale svolta dall'INPGI in regime sostitutivo dell'AGO. Pertanto, a decorrere da tale data l'INPGI gestisce unicamente il regime previdenziale di cui al Decreto lgs. 103/1996 che faceva capo alla previgente gestione separata.

In questa sede è utile rilevare che, anche grazie all'azione di stimolo esercitata dalla COVIP nello svolgimento della propria funzione di controllo, tutte le casse di previdenza dispongono di una propria regolamentazione in materia di investimenti (anche l'ONAOISI è 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). Per 12 casse di previdenza i documenti adottati sono stati sottoposti ai Ministeri vigilanti ai sensi dell'art. 3 del Decreto lgs. 509/1994.

La disciplina interna definita dalle casse di previdenza in materia di investimenti è comunque destinata a essere sottoposta a un complessivo riesame alla luce delle previsioni contenute nella Legge di Bilancio 2023. Questa infatti, nel prevedere l'elaborazione – da parte dei Ministeri del Lavoro e dell'Economia, sentita la COVIP – di norme di indirizzo in materia di investimento delle risorse finanziarie, di conflitti di interessi e di depositario (oltre che di informazione nei confronti degli iscritti nonché sugli obblighi relativamente alla *governance* degli investimenti e alla gestione del rischio), stabilisce che le casse di previdenza dovranno poi definire, entro sei

mesi dall'adozione di dette norme, appositi regolamenti interni da sottoporre all'approvazione dei Ministeri vigilanti.

Tale normativa è l'occasione per addivenire a una maggiore standardizzazione delle modalità di rappresentazione degli assetti regolamentari e dei relativi contenuti, portando al contempo a una più compiuta definizione di processi decisionali lineari e tracciabili. Ciò, pur nel rispetto della flessibilità necessaria alle singole casse nell'adottare scelte gestionali autonome e responsabili in ragione delle rispettive specificità.

* * *

In questi anni la COVIP ha acquisito una importante quantità di dati e di informazioni sulle casse di previdenza. L'attenzione posta su schemi e modalità di rilevazione, in ultimo con il nuovo sistema delle segnalazioni statistiche e di vigilanza, consente oggi all'Autorità di disporre di un patrimonio informativo caratterizzato da un significativo grado di omogeneità e profondità.

Il presente documento fornisce il quadro aggiornato a fine 2022 degli aspetti più rilevanti che caratterizzano le risorse detenute dalle casse di previdenza, integrando le informazioni aggregate con altre più di dettaglio riferite ai singoli portafogli. Oltre a mettere a disposizione elementi per descrivere e analizzare l'andamento e le principali tendenze nella gestione delle risorse delle casse di previdenza, il Quadro di sintesi 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, l'evoluzione nel tempo e la distribuzione tra le diverse casse di previdenza. La sezione 2 dà conto della composizione dell'attivo, evidenziando 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 si sofferma, infine, sulla rilevanza quantitativa delle diverse modalità di gestione.

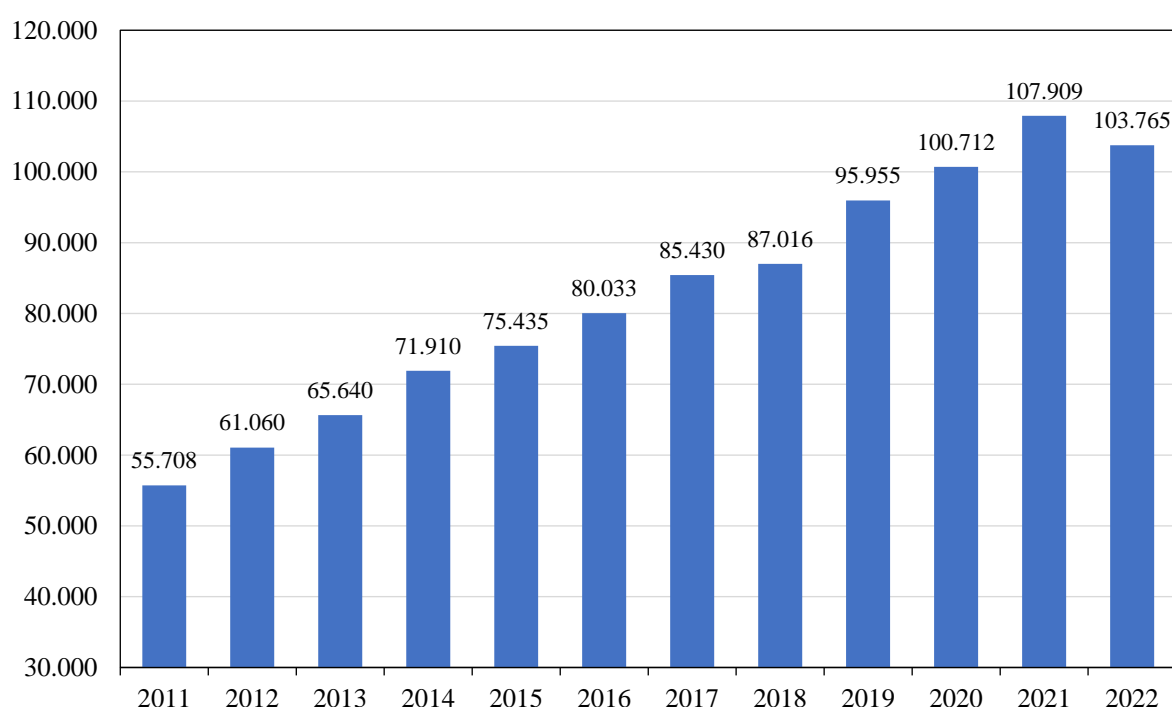
1. LE RISORSE DEL SETTORE

Nel periodo che va dalla fine del 2011 alla fine del 2022 la dimensione del settore delle casse di previdenza è quasi raddoppiata: l'attivo totale a valori di mercato è infatti passato da **55,7** a **103,8** miliardi di euro (*cf. Tav.1*). Su tutto il periodo di osservazione l'incremento complessivo, pari all'**86,3 per cento**, corrisponde a una crescita media su base annua del **5,8 per cento**.

Tav. 1

Casse di previdenza. Totale attivo a valori di mercato

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



Tra le singole casse di previdenza si registrano differenze anche ampie nelle attività e nelle rispettive dinamiche di crescita (*cf. Tav. 2*). Nelle 5 casse di maggiori dimensioni si concentra il 75,3 per cento dell'attivo totale, in crescita rispetto al 68,6 per cento del 2011 (a ENPAM fa capo il 25,3 per cento del totale, seguono CASSA FORENSE con il 17,2, INARCASSA con il 12,9, CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI con l'11,5 ed ENASARCO con l'8,4); le prime 3 casse raggruppano il 55,4 per cento del totale rispetto al 46,9 del 2011.

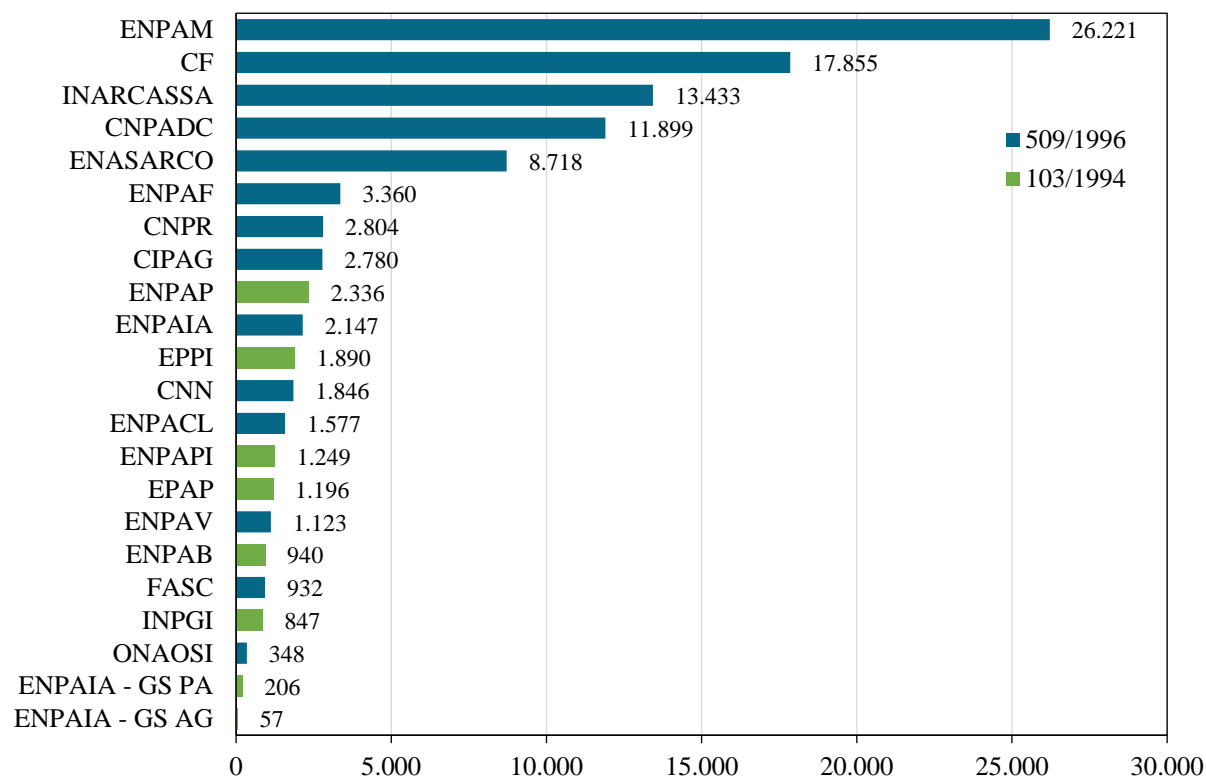
Sempre sul medesimo orizzonte temporale, le casse di previdenza più grandi mostrano anche tassi di crescita dell'attivo superiori a quello generale: in particolare, per le prime 5 casse esso si attesta in media al 6,7 per cento su base annua, con punte superiori al 10 per cento in una di

esse (CASSA FORENSE); nelle restanti casse l'incremento medio annuo è stato inferiore, pari al 3,5 per cento.

Tav. 2

Casse di previdenza. Totale attivo per singola cassa

(dati di fine 2022; importi in milioni di euro; ordinamento per totale attivo)



Le variazioni nel tempo dell'attivo delle casse di previdenza dipendono da una pluralità di fattori, quali essenzialmente la redditività degli investimenti e l'andamento del saldo per contributi e prestazioni; su questi ultimi, incidono i regimi contributivi e prestazionali, oltre che le caratteristiche reddituali e socio-demografiche dei diversi bacini di riferimento. Rispetto a una platea complessiva di 1,750 milioni di iscritti e 485.000 pensionati, nel 2022 il saldo per contributi incassati e prestazioni erogate ha totalizzato 3,9 miliardi di euro: a fronte di 12,1 miliardi (11,2 nel 2021) di contributi incassati, sono state erogate prestazioni per 8,2 miliardi (invariate rispetto al 2021). Dopo la contrazione registrata nel 2020 per effetto delle ricadute reddituali e occupazionali derivanti dallo scoppio della pandemia da Covid-19, l'andamento del saldo per contributi e prestazioni si è riportato su valori comparabili e, in alcuni casi, superiori a quelli rilevati negli anni precedenti la crisi pandemica; ciò si è verificato in particolare per categorie professionali per le quali la crescita dei redditi è stata trainata in modo più sostenuto dalla ripresa dell'attività economica.

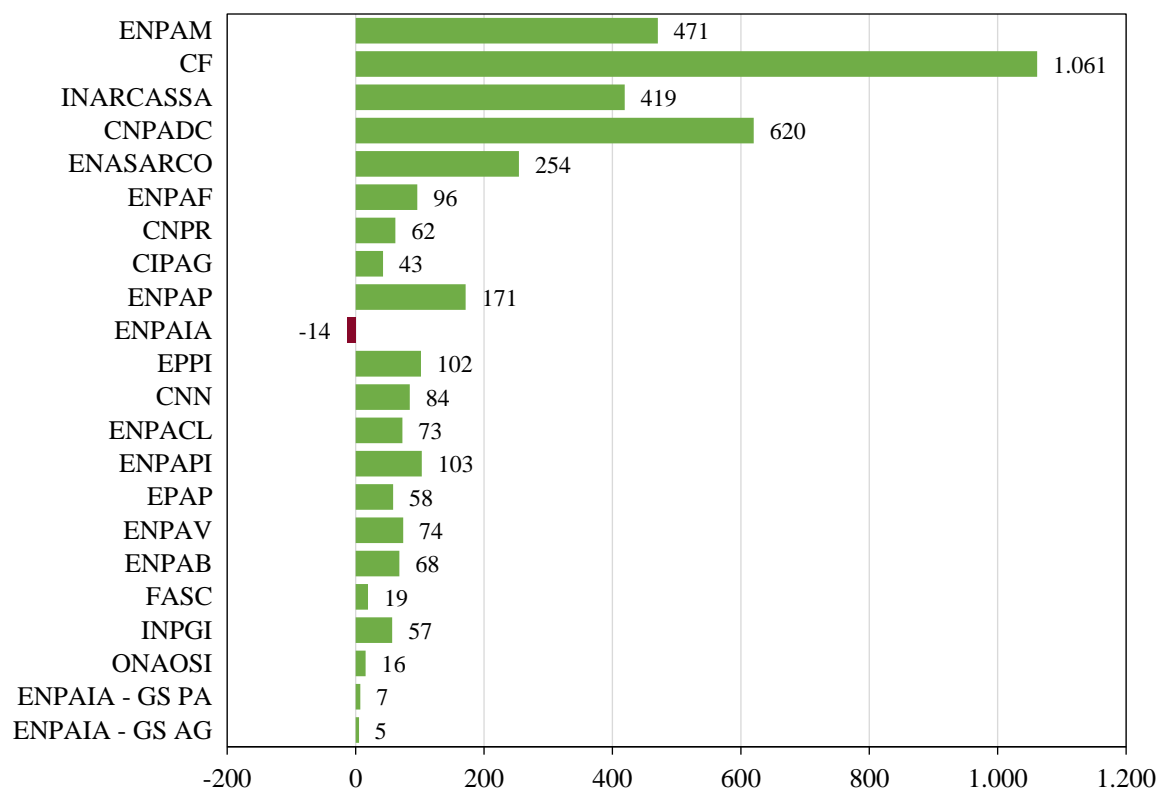
Tra le singole casse di previdenza, le prime 5 concentrano il 73,4 per cento del saldo tra contributi e prestazioni, pari a 2,8 miliardi di euro. Nel 2022 solo ENPAIA registra un saldo

marginalmente negativo (cfr. Tav. 3). In tutti gli altri casi, la differenza è positiva e in rapporto all'attivo è pari in media al 4,8 per cento.

Tav. 3

Casse di previdenza. Saldo per contributi e prestazioni per singola cassa

(flussi di cassa anno 2022; importi in milioni di euro; ordinamento per totale attivo)



2. LA COMPOSIZIONE DELL'ATTIVO

2.1. Il quadro aggregato

Alla fine del 2022 l'attivo totale delle casse di previdenza riportato a valori di mercato è di **103,8 miliardi** di euro (*cf. Tav. 4*), in diminuzione di **4,1 miliardi** rispetto all'anno precedente (il **3,8 per cento** in meno). Su tale flessione ha inciso, in primo luogo, l'andamento negativo registrato dai mercati finanziari nel corso di tale anno. Tensioni geopolitiche, tassi di inflazione elevati e persistenti, politiche monetarie divenute rapidamente restrittive si sono ripercossi sulle quotazioni delle attività finanziarie; ne sono scaturiti pesanti ribassi dei corsi dei titoli azionari così come quelli dei titoli obbligazionari per effetto del rialzo dei tassi di interesse nominali. Ha inciso anche l'operazione che, a partire dal secondo semestre del 2022, ha portato alla confluenza nell'INPS della gestione AGO dell'INPGI, determinando la fuoriuscita dal sistema delle casse di previdenza di circa un miliardo di euro.

I **titoli di debito** ammontano a 20,3 miliardi di euro, circa 200 milioni in meno rispetto al 2021. All'aumento dei **titoli di Stato** di circa 700 milioni per un controvalore di 15,4 miliardi a fine 2022, si contrappone la diminuzione degli **altri titoli di debito**, da 5,8 a 4,9 miliardi, imputabile per intero alla diminuzione delle obbligazioni quotate.

I **titoli di capitale** sono 7,8 miliardi di euro, invariati rispetto al 2021; alla diminuzione che ha interessato i titoli quotati, ridotti da 5,9 a 5,4 miliardi, si contrappone l'aumento di quelli non quotati, da 1,9 a 2,4 miliardi.

Il controvalore delle **quote di OICR** è pari a 55,2 miliardi di euro. Il calo di 3,2 miliardi nel confronto con il 2021 è imputabile per 4,7 miliardi alla diminuzione delle **quote di OICVM**, passate da 34,9 a 30,2 miliardi, a cui si contrappone l'aumento di 1,5 miliardi degli **Altri OICR**, saliti da 23,5 a 25 miliardi; in quest'ultimo caso, i fondi immobiliari diminuiscono di circa 350 milioni di euro e i fondi di tipo mobiliare, ivi inclusi quelli di *private equity* e *private debt*, aumentano da 7,9 a 9,8 miliardi.

Riaggregando le componenti dell'attivo tenendo conto dei titoli obbligazionari e azionari sottostanti gli OICVM detenuti, risulta che alla fine del 2022:

- **gli investimenti immobiliari**, 18,5 miliardi di euro (19,8 nel 2021), continuano a scendere in percentuale dell'attivo (17,8 contro 18,3 per cento); tra le diverse componenti, aumenta l'incidenza delle quote di fondi immobiliari (dal 14,4 al 14,6 per cento) e prosegue la discesa del peso degli immobili detenuti direttamente (dal 3,4 al 2,6 per cento). Nel confronto con l'anno precedente, occorre considerare che nel 2022 non vengono più conteggiati gli investimenti immobiliari facenti capo a INPGI – gestione AGO, che impattano per circa 670 milioni di euro;
- **gli investimenti in titoli di debito**, 37,5 miliardi (39,5 nel 2021), formano il 36,1 per cento dell'attivo, in diminuzione di 0,5 punti percentuali rispetto al 2021; tra le diverse componenti, aumentano gli investimenti diretti (dal 19 al 19,6 per cento) mentre diminuiscono quelli sottostanti gli OICVM (dal 17,6 al 16,5 per cento);

- gli **investimenti in titoli di capitale**, 18,1 miliardi di euro (20,6 nel 2021), costituiscono il 17,5 per cento dell'attivo, in diminuzione rispetto al 19,1 del 2021; a fronte dell'incremento registrato per gli investimenti diretti (dal 7,2 al 7,5 per cento) si registra una diminuzione per quelli sottostanti gli OICVM (dall'11,9 al 9,9 per cento).

Tav. 4

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

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

	2021		2022	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	7.164	6,6	6.853	6,6
Titoli di Stato	14.746	13,7	15.432	14,9
Altri titoli di debito	5.769	5,3	4.903	4,7
- quotati	5.481	5,1	4.544	4,4
- non quotati	288	0,3	360	0,3
Titoli di capitale	7.759	7,2	7.827	7,5
- quotati	5.891	5,5	5.459	5,3
- non quotati	1.868	1,7	2.368	2,3
OICVM	34.922	32,4	30.252	29,2
- di cui: titoli di debito	19.028	17,6	17.133	16,5
- di cui: titoli di capitale	12.821	11,9	10.314	9,9
Altri OICR	23.480	21,8	24.997	24,1
- di cui: fondi immobiliari	15.556	14,4	15.200	14,6
- di cui: fondi di private equity/debt	4.029	3,7	5.183	5,0
Immobili	3.678	3,4	2.744	2,6
Partecipazioni in società immobiliari	546	0,5	527	0,5
Polizze assicurative	618	0,6	575	0,6
Altre attività	9.228	8,6	9.654	9,3
- di cui: crediti contributivi	8.088	7,5	8.349	8,0
Totale attività	107.909	100,0	103.765	100,0
<i>Per memoria:</i>				
Investimenti immobiliari	19.779	18,3	18.471	17,8
- immobili	3.678	3,4	2.744	2,6
- fondi immobiliari	15.556	14,4	15.200	14,6
- partecipazioni in società immobiliari	546	0,5	527	0,5
Investimenti obbligazionari	39.452	36,6	37.468	36,1
- titoli di Stato	14.746	13,7	15.432	14,9
- altri titoli di debito	5.769	5,3	4.903	4,7
- titoli di debito sottostanti gli OICVM	19.028	17,6	17.133	16,5
Investimenti azionari	20.580	19,1	18.141	17,5
- titoli di capitale	7.759	7,2	7.827	7,5
- titoli di capitale sottostanti gli OICVM	12.821	11,9	10.314	9,9

Per gli OICVM sono riportati i titoli di debito e i titoli di capitale a essi sottostanti (c.d. *look through*). Le voci "Investimenti obbligazionari" e "Investimenti azionari" non comprendono gli investimenti effettuati tramite OICR diversi dagli OICVM.

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

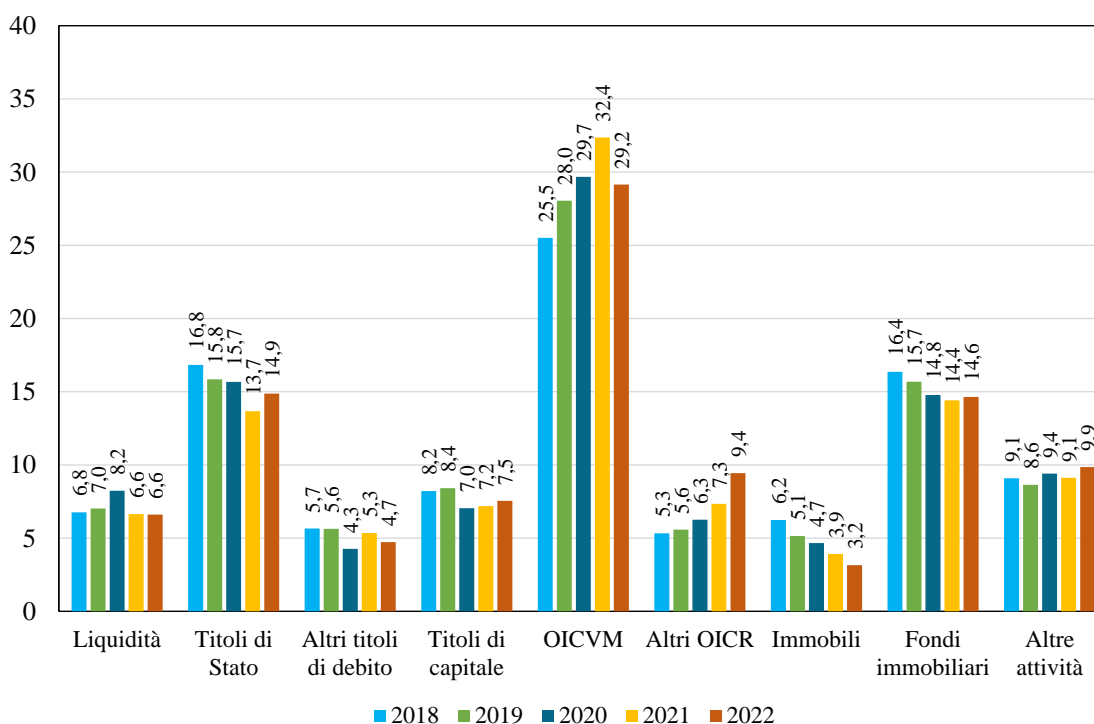
- la riduzione degli **investimenti immobiliari**. Questi ultimi, comprensivi anche delle quote di fondi immobiliari, sono passati dal 22,6 per cento del 2018 al 17,8 del 2022 ancorché, in valore assoluto, il totale complessivo resti rilevante (18,5 miliardi di euro rispetto ai 19,7 del 2018);

- la diminuzione dei **titoli di Stato**, dal 16,8 per cento del 2018 al 14,9 del 2022; è scesa anche la quota degli **altri titoli di debito** dal 5,7 al 4,7 per cento;
- la diminuzione dei **titoli di capitale**, dall'8,2 per cento del 2018 al 7,5 del 2022;
- l'aumento ragguardevole delle quote di **OICR** che, considerate al netto dei fondi immobiliari, salgono dal 30,8 per cento del 2018 al 38,6 del 2022; al loro interno, aumenta sia la componente formata dalle quote di **OICVM**, dal 25,5 al 29,2 per cento, sia quella costituita dalle quote degli **Altri OICR** (di tipo mobiliare), cresciuta dal 5,3 per cento del 2018 al 9,4 del 2022.

Tav. 5

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**, che includono le quote di fondi immobiliari e le partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse di previdenza, ammontano a **18,5 miliardi** di euro; l'incidenza sul totale dell'attivo è del 17,8 per cento rispetto al 18,3 del 2021. In due casi (uno in meno rispetto all'anno precedente), la componente immobiliare supera il 30 per cento delle attività.

Gli **immobili di proprietà** delle casse di previdenza totalizzano **2,7 miliardi** di euro (di cui, 556 milioni formati da cespiti strumentali), costituendo il 2,6 per cento delle attività. Nell'ultimo quinquennio, la tendenza alla riduzione è proseguita sia in valore assoluto sia in percentuale dell'attivo: 2,2 miliardi di euro in meno, pari a 3 punti percentuali.

Per localizzazione geografica, nelle due maggiori città italiane si concentra l'85 per cento degli immobili, ubicati per quasi il 90 per cento a Roma e per il restante 10 per cento a Milano. La destinazione d'uso prevalente è quella residenziale (37,1 per cento), seguita dall'uso uffici (25,3 per cento).

Anche per effetto di pregresse operazioni di conferimento di cespiti di proprietà, i **fondi immobiliari** costituiscono la componente maggioritaria degli investimenti immobiliari delle casse di previdenza, **15,2 miliardi** di euro. Se confrontati con il dato di fine 2018 emerge un aumento in valore assoluto di circa **900 milioni** di euro sebbene il peso percentuale di tale componente risulti in diminuzione (-1,8 punti percentuali).

È ubicato in Italia l'84,5 per cento degli immobili sottostanti i fondi immobiliari. La destinazione d'uso prevalente è uffici (55,2 per cento), seguita da commerciale (19,5 per cento) e residenziale (11,9 per cento).

Completano il quadro le **partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse di previdenza** che ammontano a **527 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 **37,5 miliardi** di euro; essi costituiscono il 36,1 per cento delle attività, lo 0,5 per cento in meno rispetto al 2021.

Senza considerare quelli sottostanti gli OICVM, in **titoli di debito sono investiti 20,3 miliardi** di euro, corrispondenti al 19,6 per cento delle attività; l'incidenza aumenta rispetto al 19 per cento del 2021. 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 **15,4 miliardi** di euro:

- costituiscono il **14,9 per cento** dell'attivo, in aumento di 1,2 punti rispetto al 2021;
- per l'**89,2 per cento** sono formati da **emittenti sovrani dell'Area dell'euro**, quota che rimane stabile rispetto al 2021; di questi i titoli italiani costituiscono il 67,1 per cento, circa 2 punti percentuali in più del 2021. Restano sostanzialmente invariati e pari al 7,1 per cento i titoli degli Stati Uniti mentre quelli del Giappone sono aumentati dallo 0,5 all'1 per cento; diminuiscono dal 2 all'1,7 per cento i titoli di Stati aderenti all'OCSE.

Gli **altri titoli di debito**, pari a **4,9 miliardi** di euro:

- corrispondono al **4,7 per cento** dell'attivo, in diminuzione dal 5,3 per cento del 2021;
- per il **55,2 per cento** sono emissioni di residenti in **Paesi dell'Area dell'euro**, in aumento di 2,4 punti percentuali rispetto al 2021. I titoli degli altri Paesi dell'Unione Europea (UE) scendono dal 3,5 al 2,8 per cento. Diminuisce inoltre dal 26,1 al 25,4 per cento la quota di titoli di residenti negli Stati Uniti così come si riducono dal 4,9 al 3,7 i titoli degli emittenti non OCSE. I titoli dei residenti in Giappone restano stabili all'1,3 per cento;
- per il **53 per cento** (51,2 nel 2021) sono emessi da **imprese finanziarie**;
- per il **93 per cento** (95 nel 2021) sono **quotati**.

Gli **investimenti obbligazionari sottostanti gli OICVM** ammontano a **17,1 miliardi** di euro, il 16,5 per cento delle attività, in diminuzione di 1,1 punti percentuali rispetto al 2021. Rispetto ai titoli detenuti direttamente e tramite mandati di gestione, il portafoglio obbligazionario sottostante gli OICVM presenta alcune differenze:

- è per il **60,9 per cento** costituito da **titoli corporate** (56,9 per cento nel 2021), di cui oltre un quarto concentrati nel settore finanziario;
- è investito per il **35,6 per cento** in **Paesi dell'Area dell'euro** (34,4 nel 2021), per il 29,9 per cento negli Stati Uniti (29,3 nel 2021) e per il 14 per cento nei Paesi non aderenti all'OCSE (17,8 per cento nel 2021).

Investimenti azionari

I **titoli azionari**, ivi inclusi quelli sottostanti gli OICVM detenuti dalle casse di previdenza, totalizzano **18,1 miliardi** di euro; essi costituiscono il 17,5 per cento delle attività, in diminuzione dal 19,1 del 2021.

Senza considerare quelli sottostanti gli OICVM, i **titoli di capitale** ammontano a **7,8 miliardi** di euro, il 7,5 per cento delle attività, salendo di 0,3 punti percentuali dall'anno precedente. Di questi, 1,95 miliardi di euro sono costituiti da quote del capitale della Banca d'Italia, pari all'1,9 per cento dell'attivo totale delle casse (1,4 nel 2021).

Più in dettaglio:

- l'**83,5 per cento** (77,6 nel 2021) è investito nell'**Area dell'euro**. Gli Stati Uniti scendono all'11,4 per cento (13,2 nel 2021) così come gli investimenti in titoli del Giappone dal 3 all'1 per cento; diminuiscono dal 4,6 al 3,1 per cento anche i titoli dei Paesi aderenti all'OCSE; sostanzialmente stabili le quote degli altri Paesi dell'UE allo 0,4 per cento.
- il **51,1 per cento** (40,7 nel 2021) fa capo al **settore finanziario**; diminuiscono le *utilities* dal 17 al 13,5 per cento nonché i settori legati ai beni di consumo sia ciclici che non ciclici, complessivamente dal 9,4 al 6,5 per cento, l'*information technology* dal 4,5 al 3,7 per cento e quello sanitario dal 4,3 al 3,9 per cento; lieve aumento per il settore energetico, dal 10,2 al 10,6 per cento.

Gli **investimenti azionari sottostanti gli OICVM** ammontano a **10,3 miliardi** di euro, il 9,9 per cento delle attività, 2 punti percentuali in meno rispetto al 2021. Rispetto ai titoli detenuti direttamente e tramite mandati di gestione, il portafoglio azionario sottostante gli OICVM presenta alcune differenze:

- è investito per il **34,2 per cento** (stabile rispetto al 2021) negli **Stati Uniti**; segue il gruppo di Paesi non aderenti all'OCSE, che si attesta al 20,8 per cento (19,8 nel 2021), e l'Area dell'euro con il 21,6 per cento, in leggero aumento dal 21,2 del 2021;
- è costituito da azioni del settore dei **beni di consumo** per una quota del **22,7 per cento** (23,7 nel 2021). Seguono l'*information technology* con il 17,7 per cento (21,7 nel 2021), il settore finanziario con il 16,8 per cento (16,6 nel 2021) e l'industriale con il 13,3 per cento (12,8 nel 2021).

OICR diversi dagli OICVM

Gli **OICR diversi dagli OICVM** ammontano a **25 miliardi** di euro, il **24,1 per cento** delle attività totali (in aumento di 2,3 punti percentuali rispetto al 2021); per essi sussistono inoltre 6,7 miliardi di euro di residui impegni di sottoscrizione.

Più in dettaglio:

- **15,2 miliardi** sono costituiti da **fondi immobiliari** (60,8 per cento del totale). Il 93 per cento fa capo a fondi di tipo chiuso e l'88,6 a fondi di diritto italiano; circa quattro quinti sono riferibili a strumenti detenuti da una cassa integralmente o quasi, quale conseguenza delle sopra richiamate operazioni di apporto di cespiti di proprietà;
- **9,8 miliardi** sono costituiti da **fondi diversi da quelli immobiliari** (39,2 per cento). Il 76,6 per cento fa capo a fondi di tipo chiuso e il 74,7 a fondi di diritto estero; circa il 14 per cento è riferibile a strumenti detenuti da una cassa integralmente o quasi. Sotto il profilo della tipologia sono costituiti per 3,8 miliardi di euro (39,2 per cento del totale) da fondi di *private equity*, per 1,3 miliardi (13,7 per cento) da fondi di *private debt* e per 2,5 miliardi (25,9 per cento) da fondi che investono in infrastrutture; il residuo è costituito da fondi non riconducibili alle categorie qui riportate.

Altre componenti

Nelle attività complessivamente detenute dalle casse di previdenza figurano inoltre: **liquidità** – comprensiva dei depositi bancari – per 6,9 miliardi di euro (6,6 per cento del totale, invariato rispetto al 2021); **polizze assicurative** per 575 milioni (0,6 per cento), di cui 404 di ramo V, 34 di ramo III e 136 di ramo I; **altre attività** per 9,6 miliardi (9,3 per cento), di cui 8,3 miliardi rappresentativi di **crediti di natura contributiva** (8 per cento).

Le suddette **altre attività** tengono conto del valore di mercato degli strumenti finanziari derivati impiegati da 6 casse, principalmente con finalità di copertura del rischio di cambio riferito a investimenti denominati in divisa diversa dall'euro, che nel complesso è risultato positivo per 80,9 milioni di euro.

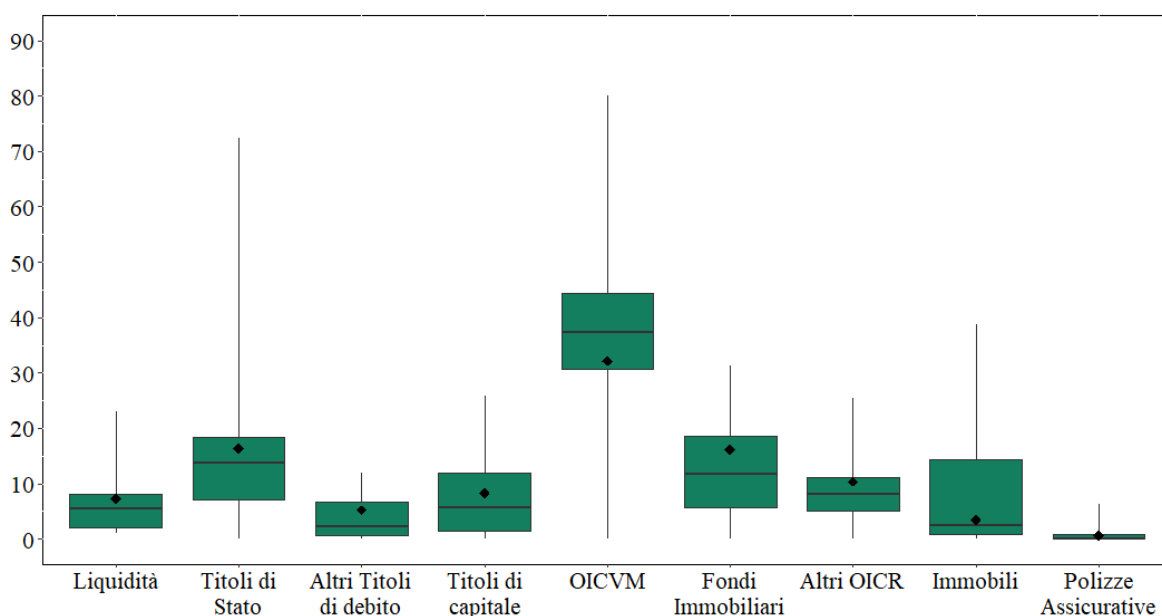
2.2. I portafogli delle casse di previdenza

Nella composizione delle attività investite, intese quale totale delle risorse al netto della componente “Altre attività”, sussiste un’ampia variabilità tra le diverse casse di previdenza. 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 2022; 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 (*cf.* 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 **7** e il **18 per cento**) e per gli OICVM (**0-80 per cento**, la metà dei casi tra il **30** e il **44 per cento**). Mostrano una dispersione elevata anche i fondi immobiliari (**0-31 per cento**, la metà dei casi tra il **6** e il **18 per cento**) e gli immobili, comprensivi delle partecipazioni in società immobiliari controllate (**0-39 per cento**, la metà dei casi compresi tra lo **0,8** e il **14 per cento**).

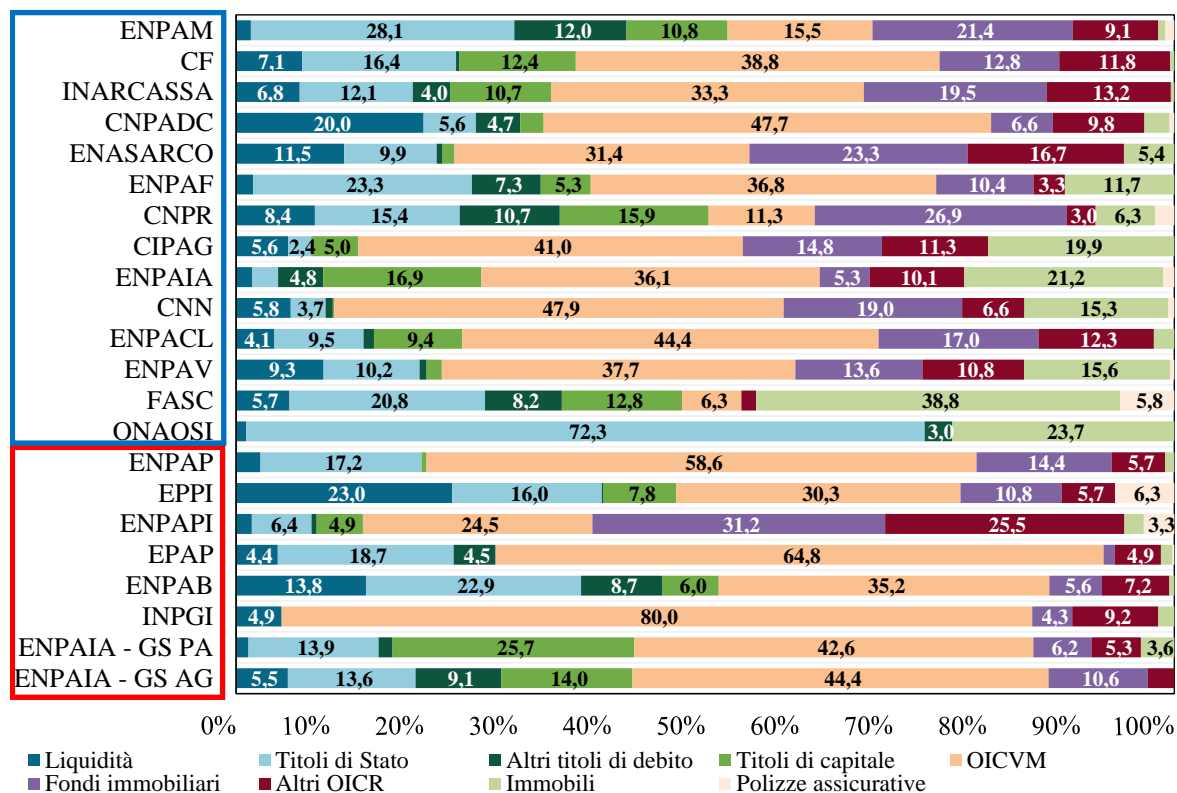
L’ampia eterogeneità nella composizione delle attività investite dalle singole casse dipende anche dalla rispettiva categoria di appartenenza sulla base della normativa: per quelle di cui al Decreto lgs. 509/1994 pesa, infatti, l’eredità storica costituita dai pregressi obblighi di

predisposizione dei piani di impiego dei fondi disponibili, con i conseguenti vincoli alla destinazione immobiliare di una quota del patrimonio (*cf. Tav. 7*).

Tav. 7

Casse di previdenza. Attività investite suddivise per componenti

(dati di fine 2022)



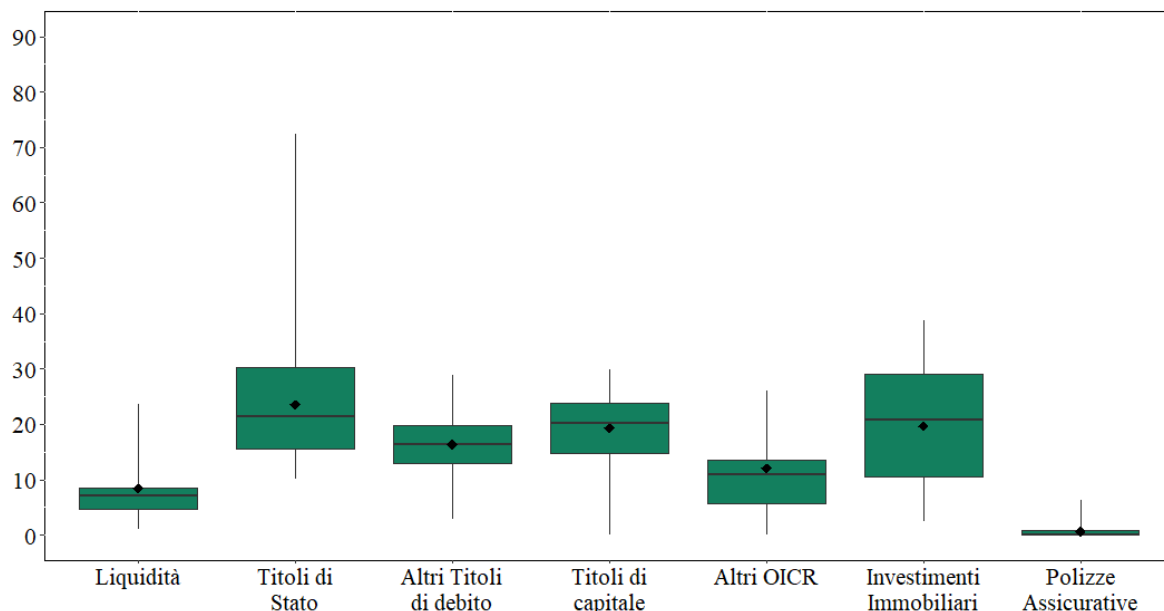
Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili". Le casse di cui al Decreto lgs. 509/1994 (103/1996) sono raggruppate all'interno del rettangolo blu (rosso).

Gli OICR comprendono al loro interno diverse classi di attività. L'analisi svolta sopra sulla composizione delle attività delle casse può pertanto essere replicata distribuendo le attività detenute indirettamente tramite gli OICR nelle rispettive classi di attività sottostanti. In particolare, 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 (di tipo mobiliare) come classe a sé stante.

Replicando il diagramma di *Tav. 6* per le attività investite riattribuite secondo il criterio sopra richiamato (*cf. Tav. 8*), si osserva una minore eterogeneità dei portafogli delle casse. Rimane elevato il campo di variazione dei titoli di Stato (**10-72 per cento**, la metà dei casi compresi tra il **15** e il **30 per cento**) e degli investimenti immobiliari comprensivi dei fondi immobiliari (**2-39 per cento**, la metà dei casi tra il **10** e il **29 per cento**). Per le altre componenti, il *range* di oscillazione è più ristretto, in particolare per i titoli di debito (**3-29 per cento**, la metà dei casi compresi tra il **13** e il **20 per cento**) e per i titoli di capitale (**0-29 per cento**, la metà dei casi tra il **15** e il **24 per cento**).

Casse di previdenza. Distribuzione delle componenti delle attività investite (con *look-through* degli OICVM)

(dati di fine 2022; valori percentuali)

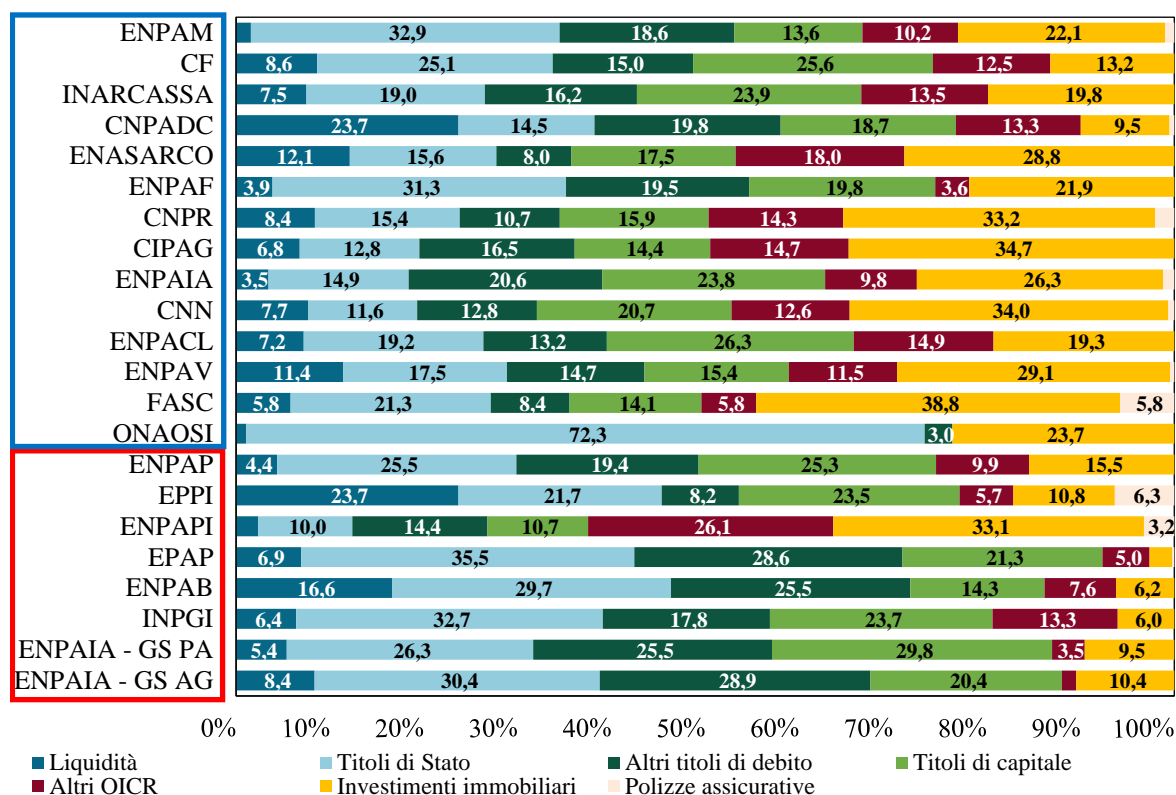


Per ciascuna cassa, il peso delle singole componenti è calcolato sul totale delle attività investite. Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili". Il punto evidenziato in grassetto rappresenta la media ponderata.

Risultano, tuttavia, 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 (Decreto 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.

L'analisi fin qui svolta documenta il peso rilevante delle quote di OICR rispetto al totale delle attività investite. In generale, il ricorso agli OICR ritrova motivazioni e opportunità specie nel contesto di patrimoni di dimensioni più ridotte, per i quali l'accesso ai benefici della diversificazione mediante la selezione diretta dei titoli può risultare non efficiente in termini di maggiori costi di transazione e di rischi connessi.

Casse di previdenza. Attività investite suddivise per componenti (con *look-through* degli OICVM)
(dati di fine 2022)



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).

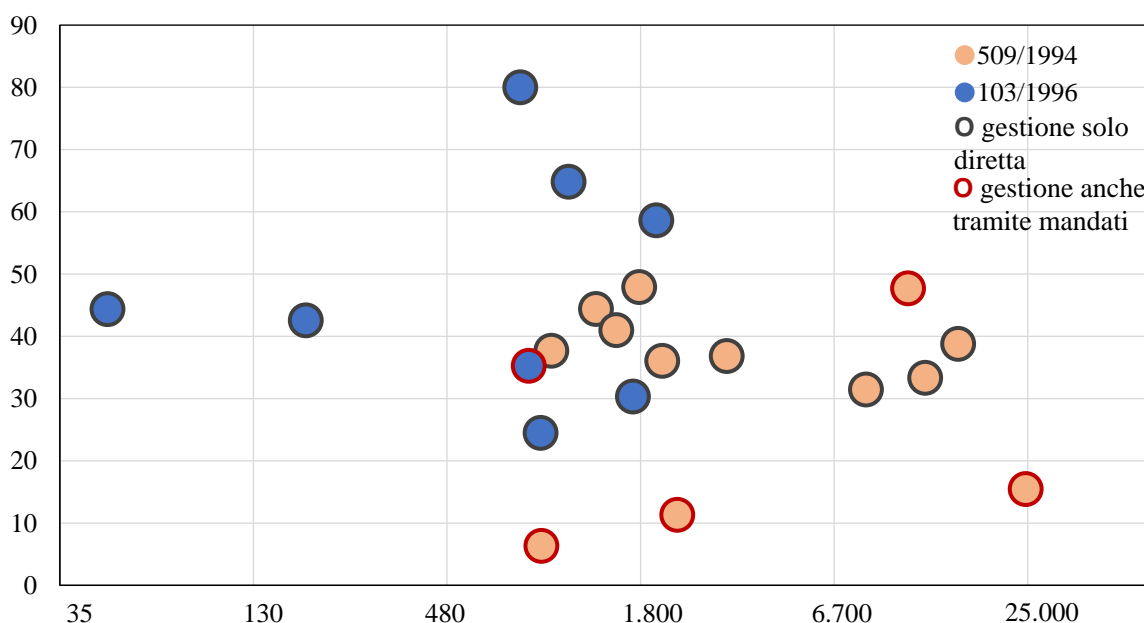
Per le casse di previdenza, tuttavia, la rilevanza dell'investimento in quote di OICR è dovuta anche a fattori specifici quali: da un lato, l'esigenza di alcune casse di cui al Decreto lgs. 509/1994 di rendere più efficiente e flessibile la gestione del cospicuo patrimonio immobiliare conferendolo in uno o più fondi immobiliari; dall'altro, la sostanziale assimilazione degli OICR a una modalità di gestione alternativa ai mandati conferiti a intermediari specializzati, ovviando in tal modo a taluni appesantimenti di tipo normativo ai quali sarebbe sottoposto il processo di selezione dei gestori e, al contempo, semplificando i connessi profili amministrativo-contabili (cfr. *infra* paragrafo 4).

Al fine di trarre alcune preliminari evidenze di maggior dettaglio sull'utilizzo degli OICR da parte delle casse di previdenza, è utile esaminare in primo luogo la relazione tra il loro peso in portafoglio e la dimensione delle singole casse rappresentata dal totale delle attività investite. In questa analisi vengono presi in considerazione anche altri elementi che potrebbero contribuire a spiegare il diverso ricorso agli OICR, quali le modalità di gestione adottate e la categoria di appartenenza della cassa sulla base della normativa. Si considerano separatamente OICVM, fondi immobiliari e Altri OICR (di tipo mobiliare); l'analisi esclude ONAOSI che non detiene quote di OICR.

Con riferimento agli OICVM (*cfr. Tav. 10*), non si osserva una relazione tra il peso percentuale in portafoglio e il totale delle attività investite, sussistendo un'ampia variabilità: nelle cinque casse di dimensioni maggiori il peso medio è di circa il 33 per cento, variando da un minimo del 15,5 per cento a un massimo del 48 per cento; per le altre casse il peso medio è di circa il 40 per cento, oscillando da un minimo del 6,3 per cento a valori massimi dell'ordine del 60-80 per cento per quelle casse nelle quali l'investimento è concentrato in pochi fondi dei quali la cassa medesima è di norma l'unico quotista. Il peso degli OICVM assume i valori più bassi, al di sotto del 20 per cento, in tre casse che gestiscono le risorse anche tramite mandati conferiti a intermediari specializzati; valori più elevati si registrano invece per le casse che gestiscono le risorse solo direttamente.

Tav. 10

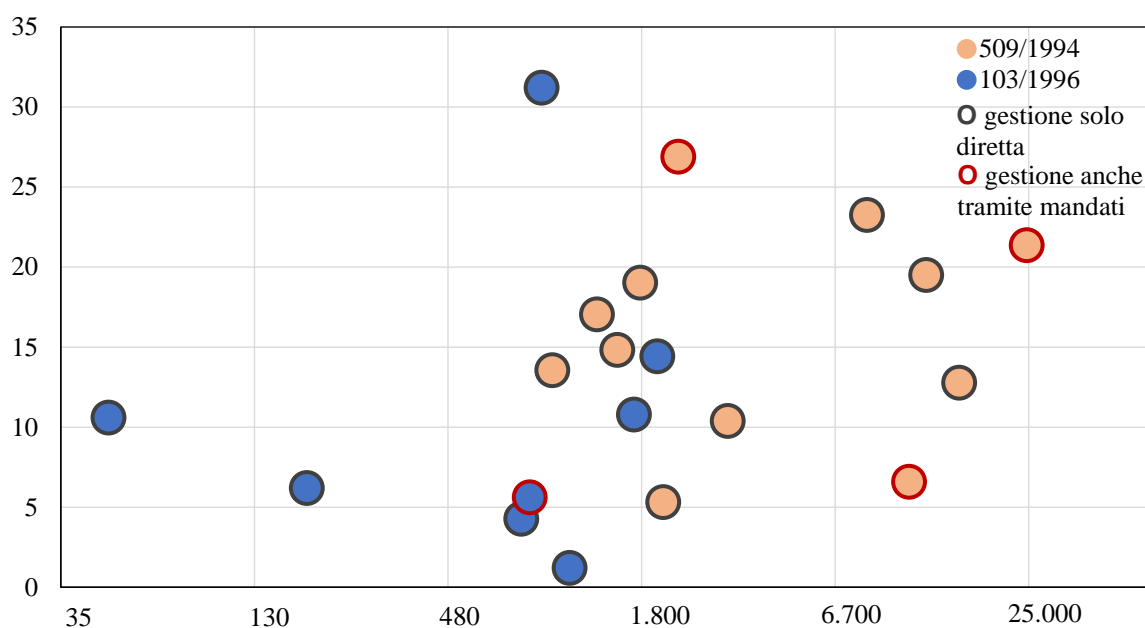
Casse di previdenza. Incidenza degli OICVM in portafoglio e totale delle attività investite
(dati di fine 2022; valori percentuali; attività investite in milioni di euro, scala logaritmica)



Per quanto riguarda i fondi immobiliari (*cfr. Tav. 11*), pur osservando un'ampia variabilità, si riscontra una relazione tendenzialmente positiva tra l'incidenza sul portafoglio e il totale delle attività investite. In questo caso è la categoria di appartenenza della cassa sulla base della normativa a incidere su tale relazione: il peso dei fondi immobiliari è infatti più elevato per le casse di cui al Decreto lgs. 509/1994, tipicamente di dimensioni maggiori e per lo più interessate dalle sopra richiamate operazioni di apporto di cespiti di proprietà. Per tali casse, la componente costituita dai fondi immobiliari incide in media il 15,9 per cento delle attività investite, variando dal 5,3 per cento al 26,9 per cento; per le casse di cui al Decreto lgs. 103/1996 l'incidenza media dei fondi immobiliari si attesta al 10,5 per cento, con un *range* di oscillazione che varia dall'1,2 per cento al 31,2 per cento.

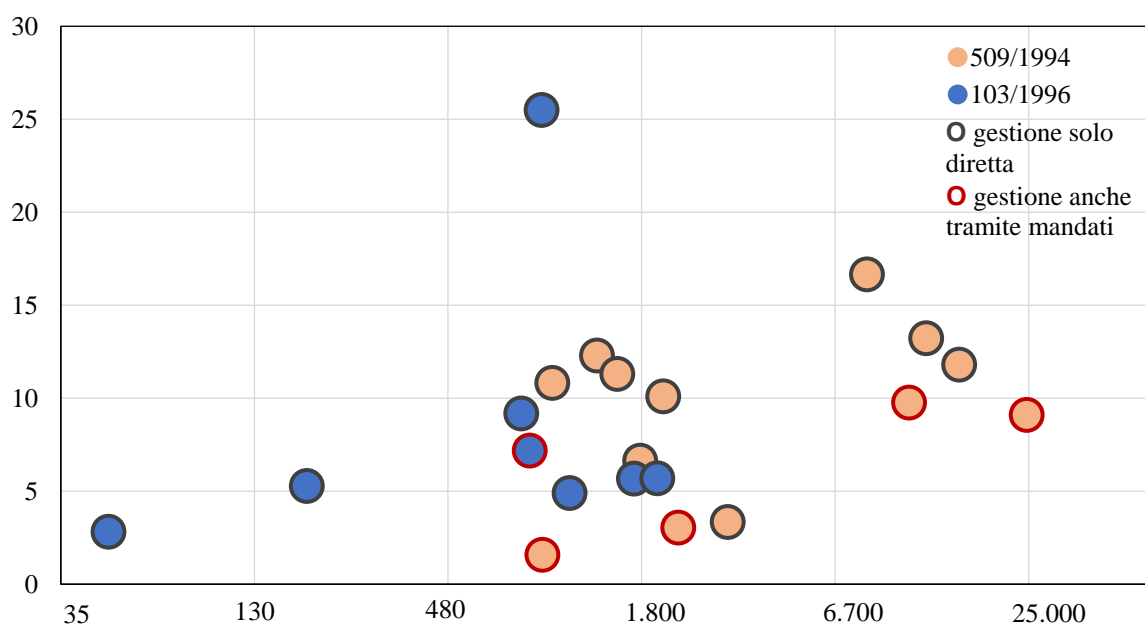
Tav. 11

Casse di previdenza. Incidenza dei fondi immobiliari in portafoglio e totale delle attività investite
(dati di fine 2022; valori percentuali; attività investite in milioni di euro, scala logaritmica)



Per gli Altri OICR (di tipo mobiliare), si osserva una relazione positiva tra il peso in portafoglio e il totale delle attività investite (*cfr. Tav. 12*): le cinque casse di dimensioni maggiori detengono fondi di tal genere con una percentuale media del 12,1 per cento, variando da un minimo del 9,1 per cento a un massimo del 16,7 per cento; per le altre casse, fatta eccezione per una di queste che ne detiene una quota pari al 25,5 per cento delle attività investite, il peso si attesta in media al 6,7 per cento, oscillando da un minimo dell'1,6 per cento a un massimo del 12,3 per cento. Per le cinque casse che gestiscono le risorse anche tramite il conferimento di mandati, si registrano valori in media più bassi di quelle che adottano la gestione solo diretta, rispettivamente, il 6,1 e il 9,7 per cento.

Casse di previdenza. Incidenza degli Altri OICR in portafoglio e totale delle attività investite
 (dati di fine 2022; valori percentuali; attività investite in milioni di euro, scala logaritmica)



3. GLI INVESTIMENTI NELL'ECONOMIA ITALIANA

Il **risparmio previdenziale** intermediato da casse di previdenza e forme pensionistiche complementari (di seguito, fondi pensione) ha raggiunto dimensioni ragguardevoli. A fine 2022, il totale complessivo delle risorse è di **309,4 miliardi** di euro, il **16,2** per cento del PIL, così suddiviso: 103,8 miliardi fa capo alle casse e 205,6 miliardi ai fondi pensione.

La disponibilità di dati sulle attività 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, **36,9 miliardi** di euro, formano il **35,6** per cento delle attività totali, in aumento di 1,3 punti percentuali rispetto al 2021 (*cf. Tav. 13*); gli **investimenti non domestici**, **49,7 miliardi**, corrispondono al **48** per cento e sono in diminuzione di 2 punti. Completano il quadro delle attività la liquidità, le polizze assicurative e le altre attività che formano nell'insieme il residuo 16,4 per cento. Al netto di tali ultime componenti, su un totale di 86,7 miliardi l'incidenza è, rispettivamente, del **42,6 per cento** (40,7 nel 2021) **per gli investimenti domestici** e del **57,4 per cento** (59,3 nel 2021) **per quelli non domestici**.

Tav. 13

Casse di previdenza. Investimenti domestici e non domestici

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

	2021				2022			
	Investimenti domestici		Per memoria: Totale		Investimenti domestici		Per memoria: Totale	
	Importo	%	Importo	%	Importo	%	Importo	%
Attività								
Titoli di Stato	8.573	7,9	14.746	13,6	9.238	8,9	15.432	14,9
Altri titoli di debito	697	0,6	5.769	5,3	643	0,6	4.903	4,7
Titoli di capitale	5.509	5,1	7.759	7,2	6.152	5,9	7.827	7,5
OICVM	1.838	1,7	34.922	32,4	1.686	1,6	30.252	29,2
Altri OICR	16.139	15,0	23.480	21,8	15.974	15,4	24.997	24,1
- di cui: fondi immobiliari	14.352	13,3	15.556	14,4	13.930	13,4	15.200	14,6
Immobili	3.678	3,4	3.678	3,4	2.744	2,6	2.744	2,6
Partecipazioni in società immobiliari	543	0,5	546	0,5	503	0,5	527	0,5
Totale	36.976	34,3	90.899	84,2	36.940	35,6	86.683	83,5
Liquidità			7.164	6,6			6.853	6,6
Polizze assicurative			618	0,6			575	0,6
Altre attività			9.228	8,6			9.654	9,3
Totale attività			107.909	100,0			103.765	100,0
<i>Per memoria:</i>								
Investimenti immobiliari	18.572	17,2	19.779	18,3	17.176	16,6	18.471	17,8
- immobili	3.678	3,4	3.678	3,4	2.744	2,6	2.744	2,6
- fondi immobiliari	14.352	13,3	15.556	14,4	13.930	13,4	15.200	14,6
- partecipazioni in società immobiliari	543	0,5	546	0,5	503	0,5	527	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*). Per i fondi immobiliari, si è fatto riferimento all'ubicazione degli immobili in portafoglio; per gli Altri OICR (di tipo mobiliare), tale ripartizione è basata sulla domiciliazione dei fondi stessi.

Tra gli investimenti domestici restano predominanti gli **investimenti immobiliari (17,2 miliardi di euro, il 16,6 per cento delle attività totali)** e i **titoli di Stato (9,2 miliardi di euro, l'8,9 per cento delle attività totali)**. Rispetto al 2021, aumentano di un punto percentuale i titoli di Stato a fronte di una diminuzione della percentuale immobiliare di 0,6 punti.

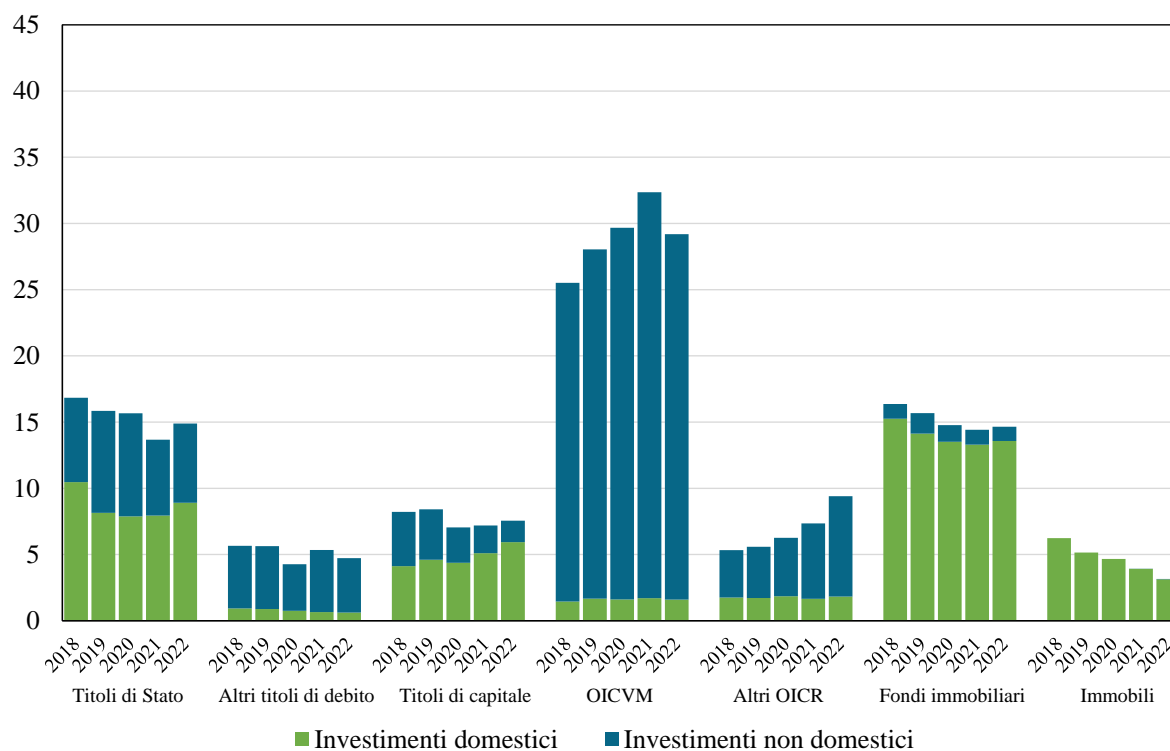
Sono inoltre presenti **altri titoli di debito e titoli di capitale** per un ammontare complessivo di **6,8 miliardi di euro**, pari al **6,5 per cento dell'attivo (5,7 nel 2021)**; l'incidenza sul totale dell'attivo resta invariata per i titoli di debito diversi dai titoli di Stato (circa **640 milioni di euro, pari allo 0,6 per cento delle attività**) e, invece, aumenta per i titoli di capitale (**6,2 miliardi di euro, il 5,9 per cento dell'attivo rispetto al 5,1 del 2021**). Sul punto va rilevato che nell'ambito dei titoli di capitale figurano quote del capitale della Banca d'Italia sottoscritte da 12 casse di previdenza; a fronte di un numero di casse partecipanti invariato rispetto all'anno precedente, si registra un incremento delle quote sottoscritte da parte di quattro casse per un controvalore complessivo di 1,95 miliardi di euro, pari al 26 per cento del capitale della Banca. Rispetto al totale dell'attivo delle casse partecipanti, tali quote pesano in media il 2,3 per cento (1,7 nel 2021), variando da un minimo dello 0,4 per cento a un massimo dell'8,6 per cento.

Le **quote di OICR diversi dai fondi immobiliari** totalizzano **3,7 miliardi di euro** pari al **3,6 per cento** delle attività (sostanzialmente invariato rispetto al 2021). Di questi, 1,7 miliardi (1,8 nel 2021) sono costituiti da quote di OICVM e 2 miliardi (1,8 nel 2021) da quote di Altri OICR (di tipo mobiliare).

L'evoluzione nel quinquennio 2018-2022 delle componenti dell'attivo ripartite tra investimenti domestici e non domestici (*cf. Tav. 14*) mostra una diminuzione della quota domestica di 4,6 punti percentuali. Tra le diverse classi di attività, si riducono gli immobili (3,1 punti percentuali), i fondi immobiliari (1,9 punti percentuali), i titoli di Stato (1,6 punti percentuali) e gli altri titoli di debito (0,3 punti percentuali); aumenta, invece, l'incidenza dei titoli di capitale (1,8 punti percentuali) mentre restano sostanzialmente stabili le quote di OICVM e quelle di Altri OICR (di tipo mobiliare).

Casse di previdenza. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2018-2022

(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 **35,5 miliardi** di euro (cfr. Tav. 15), corrispondenti al **20,9** per cento delle attività nette (pari a 170 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 1,8 punti percentuali. **Gli investimenti non domestici** totalizzano **118,5 miliardi** di euro, pari al **69,7** per cento dell'attivo netto, 0,7 punti percentuali in meno rispetto al 2021.

Completano il quadro delle attività la liquidità, le polizze assicurative e le altre attività e passività che formano nell'insieme il residuo 9,4 per cento. Al netto di tali ultime componenti, su un totale di 154 miliardi l'incidenza della quota allocata in **Italia** si attesta al **23** per cento (24,4 nel 2021); quella in **Paesi diversi dall'Italia** al **76,9** per cento (75,6 nel 2021).

Tra gli investimenti domestici, i **titoli di Stato** sono predominanti: **26,1 miliardi** di euro, il **15,4** per cento dell'attivo netto, in diminuzione di 1,4 punti percentuali dall'anno precedente.

Tav. 15

Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici

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

	2021				2022			
	Investimenti domestici		<i>Per memoria: Totale</i>		Investimenti domestici		<i>Per memoria: Totale</i>	
	Importo	%	Importo	%	Importo	%	Importo	%
Attività nette								
Titoli di Stato	29.604	16,8	62.662	37,3	26.125	15,4	63.101	37,1
Altri titoli di debito	2.974	1,7	32.104	18,9	2.587	1,5	29.690	17,5
Titoli di capitale	1.659	0,9	39.880	19,6	1.494	0,9	33.979	20,0
OICVM	2.251	1,3	23.519	13,3	1.762	1,0	20.461	12,0
Altri OICR	2.277	1,3	4.811	2,2	2.398	1,4	5.655	3,3
- di cui: fondi immobiliari	1.793	1,0	2.145	1,1	1.739	1,0	2.087	1,2
Immobili	1.016	0,6	1.016	0,7	897	0,5	897	0,5
Partecipazioni in società immobiliari	219	0,1	219	0,2	212	0,1	212	0,1
Totale	40.001	22,7	164.211	92,1	35.474	20,9	153.995	90,6
Liquidità			11.747	6,7			10.973	6,5
Polizze assicurative			2.153	1,3			2.579	1,5
Altre attività e passività			-1.734	-0,1			2.482	1,5
Totale attività nette			176.377	100,0			170.029	100,0
<i>Per memoria:</i>								
Investimenti immobiliari	3.028	1,7	3.380	2,0	2.848	1,7	3.195	1,9
- immobili	1.016	0,6	1.016	0,7	897	0,5	897	0,5
- fondi immobiliari	1.793	1,0	2.145	1,1	1.739	1,0	2.087	1,2
- partecipazioni in società immobiliari	219	0,1	219	0,2	212	0,1	212	0,1

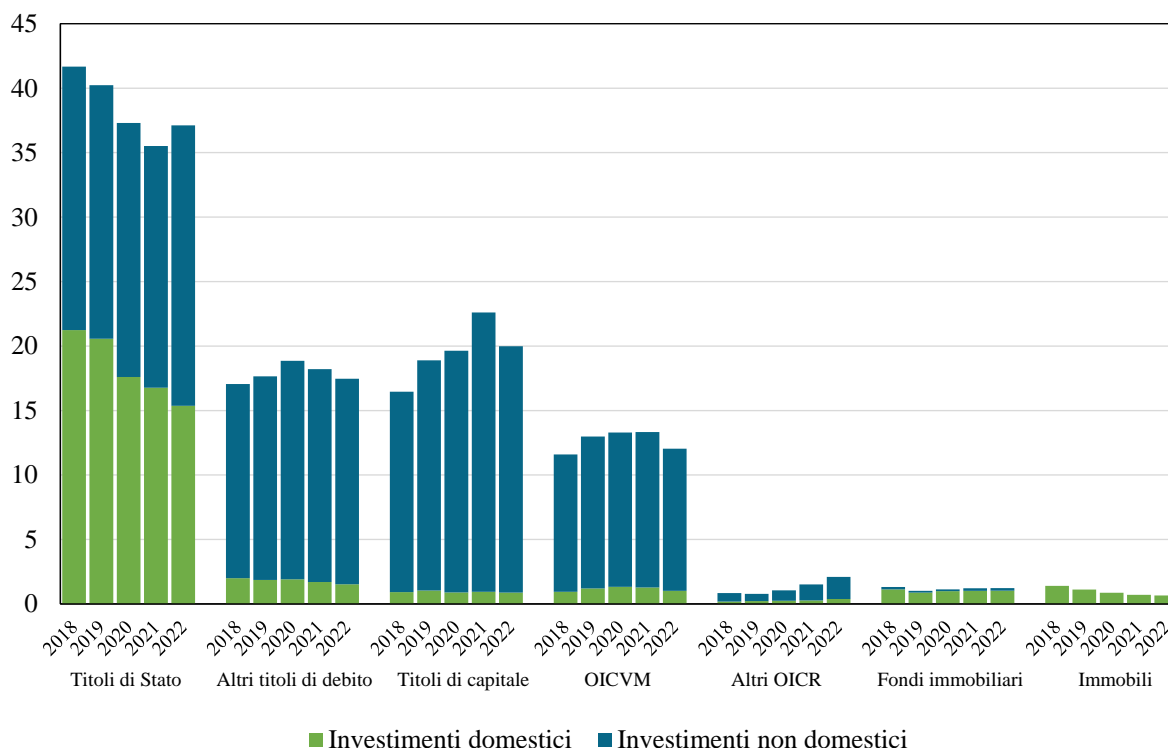
Il totale delle attività nette corrisponde all'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) per fondi negoziali, fondi aperti e fondi preesistenti; alle attività nette delle gestioni separate per i PIP di tipo tradizionale e al valore delle quote in essere per i PIP di tipo *unit* linked. Per i fondi pensione preesistenti, i dati si riferiscono ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione. Per gli OICVM, la ripartizione tra componente domestica e non domestica è quella relativa ai titoli a essi sottostanti (principio del *look-through*). Per quanto riguarda gli Altri OICR, tale ripartizione è basata sulla domiciliazione dei fondi stessi.

Osservando l'evoluzione nel quinquennio 2018-2022 delle componenti dell'attivo netto ripartite tra investimenti domestici e non domestici (cfr. Tav. 16), si rileva una diminuzione della quota domestica di 7 punti percentuali. Tra le diverse classi di attività, si riduce in modo consistente il peso dei titoli di Stato (5,9 punti percentuali in meno); flessioni si registrano anche per gli immobili (0,7 punti percentuali) e gli altri titoli di debito (0,5 punti percentuali in meno); variazioni più marginali si registrano per le altre componenti dell'attivo netto.

Tav. 16

Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2018-2022

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



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 2022 delle casse di previdenza e dei fondi pensione emerge che:

- nelle casse di previdenza gli OICVM costituiscono il principale strumento di investimento (29,2 per cento), aumentando in modo consistente negli ultimi anni nonostante la flessione rispetto all'anno precedente; seguono i titoli di debito (19,6 per cento, di cui circa i tre quarti costituiti da titoli di Stato). Il peso degli investimenti immobiliari, ancorché in costante riduzione, resta comunque significativo (17,8 per cento); a seguire i titoli di capitale (7,5 per cento);
- nei fondi pensione restano prevalenti i titoli di debito (54,6 per cento del totale dell'attivo netto, di cui i due terzi costituiti da titoli di Stato) seguiti dai titoli di capitale (20 per cento) e dagli OICVM (12 per cento). Gli investimenti immobiliari costituiscono, invece, una componente residuale (1,9 per cento) e per lo più concentrati nei fondi pensione preesistenti.

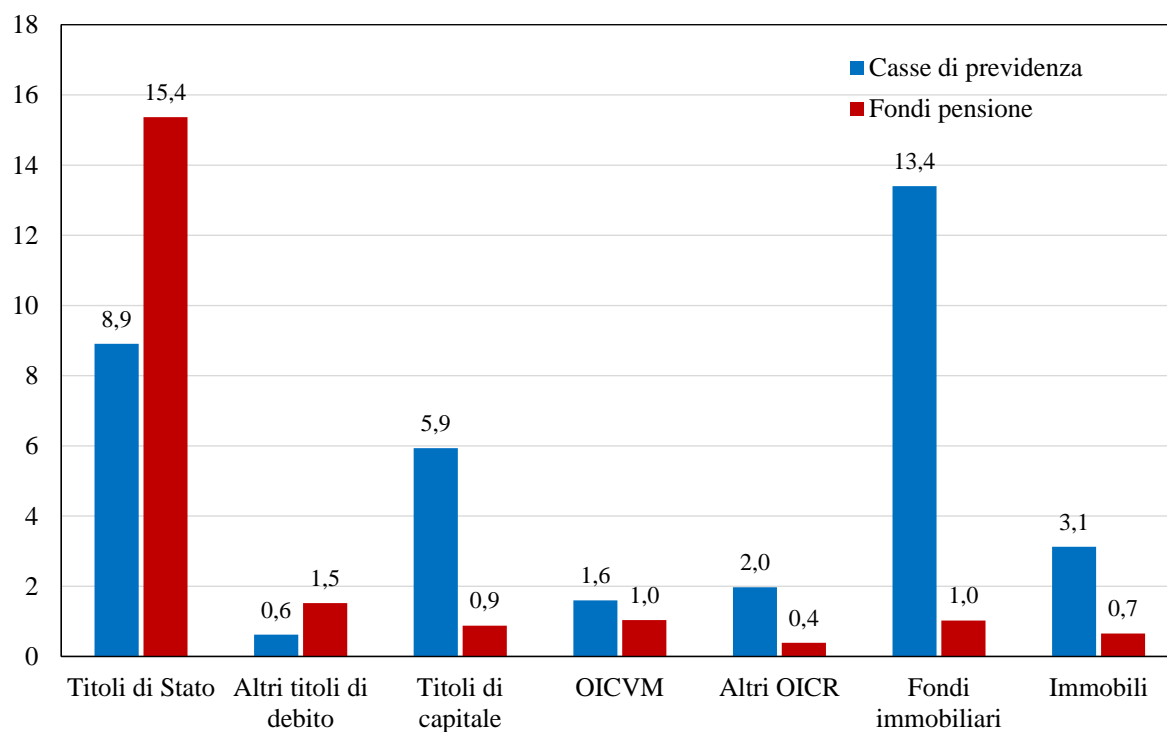
Per quanto riguarda le risorse allocate in Italia al 31 dicembre 2022 (*cf. Tav. 17*), si osserva che:

- **le casse di previdenza hanno investito nell'economia italiana 36,9 miliardi di euro (35,6 per cento delle attività totali);** di cui:
 - 17,2 miliardi (16,5 per cento delle attività totali) in investimenti immobiliari;
 - 9,2 miliardi (8,9 per cento delle attività totali) in titoli di Stato;
 - 6,8 miliardi (6,5 per cento delle attività totali) in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 643 milioni in obbligazioni e 6,2 miliardi in azioni;
 - 3,7 miliardi (3,6 per cento delle attività totali) in quote di OICR.
- **i fondi pensione hanno investito nell'economia italiana 35,5 miliardi di euro (20,9 per cento dell'attivo netto);** di cui:
 - 26,1 miliardi (15,4 per cento dell'attivo netto) in titoli di Stato;
 - 2,8 miliardi (1,7 per cento dell'attivo netto) in investimenti immobiliari;
 - 4,1 miliardi (2,4 per cento dell'attivo netto) in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 2,6 miliardi in obbligazioni e 1,5 miliardi in azioni;
 - 2,4 miliardi (1,4 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 1,95 miliardi di euro e dai fondi pensione per 441 milioni, **le risorse finanziarie destinate alle imprese italiane possono essere calcolate in 13,2 miliardi di euro (13,6 nel 2021), così suddivisi: 7,9 (7,6 nel 2021) investiti dalle casse di previdenza e 5,3 (6 nel 2021) impiegati dai fondi pensione.** Gli investimenti sono costituiti per circa 3,2 miliardi (3,7 nel 2021) da strumenti obbligazionari, 5,3 miliardi (5,5 nel 2021) da strumenti azionari e 4,7 miliardi (4,4 nel 2021) 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 0,4 per cento.

Casse di previdenza e fondi pensione. Investimenti domestici

(dati di fine 2022; valori in percentuale delle attività totali per le casse di previdenza e delle attività nette 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 2022, le **attività finanziarie gestite in forma diretta** totalizzano **75,6 miliardi** di euro (*cf.* Tav. 18), l'**83,8 per cento** del totale (82,8 nel 2021); nell'ambito della gestione diretta, le quote di OICR pur in diminuzione di 0,7 punti percentuali rispetto al 2021 costituiscono quasi i tre quarti del totale.

Le **attività finanziarie gestite tramite mandati** conferiti a intermediari specializzati ammontano a **14,6 miliardi** di euro, il **16,2 per cento** del totale (17,2 nel 2021). Le attività gestite in convenzione fanno capo a 18 gestori. Il 68,6 per cento delle suddette risorse è appannaggio di 5 gestori con percentuali di *asset under management* tra il 7,9 e il 28,8 per cento; il resto è distribuito tra 13 gestori con percentuali che oscillano tra un minimo dello 0,2 per cento e un massimo del 5,9 per cento delle risorse.

Tav. 18

Casse di previdenza. Ripartizione delle attività finanziarie per modalità di gestione

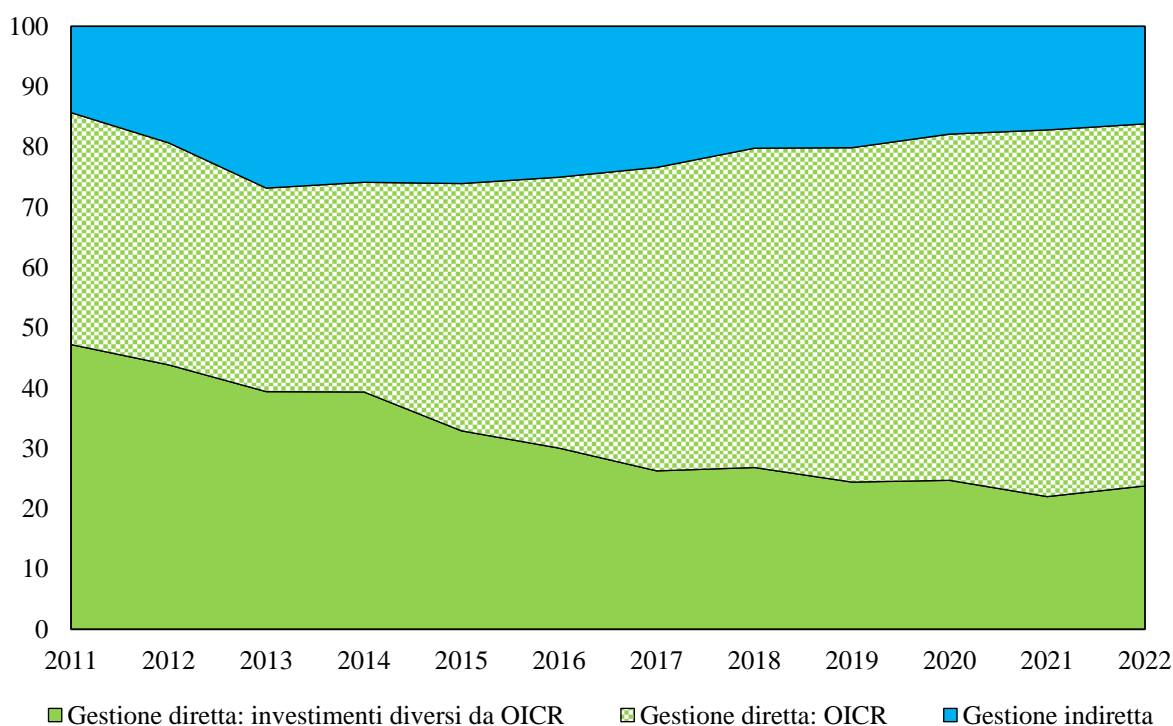
(dati di fine anno; importi in milioni di euro)

	2021		2022	
	Importi	%	Importi	%
Gestione diretta	77.711	82,8	75.673	83,8
- di cui: quote di OICR	57.065	60,8	54.218	60,1
Gestione indiretta tramite mandati	16.129	17,2	14.592	16,2
Totale attività finanziarie	93.840	100,0	90.265	100,0

Nel corso degli anni il peso della gestione indiretta tramite mandati è andato progressivamente riducendosi a vantaggio della gestione diretta: dopo un'iniziale crescita fino a toccare un massimo del 26,8 per cento nel 2013, si è scesi all'attuale 16,2 per cento. Nell'ambito della stessa gestione diretta si osserva una marcata ricomposizione a favore della componente formata dalle quote di OICR, passata da una media di circa il 45 per cento del periodo 2011-2014 all'attuale 71,6 per cento (*cf.* Tav. 19).

Casse di previdenza. Gestione diretta e indiretta

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



Con riferimento alla tipologia di intermediari a cui sono affidate le risorse in gestione (cfr. Tav. 20), il 31,1 per cento delle attività finanziarie fa capo a intermediari italiani (invariato rispetto al 2021) – 6 SGR e 4 banche – che gestiscono rispettivamente 10 e 6 mandati (9 e 6 nel 2021). Il restante 68,9 per cento fa capo a 8 intermediari esteri (invariato rispetto all'anno precedente) che gestiscono complessivamente un pari numero di mandati (uno in meno rispetto all'anno precedente). Se si tiene conto della circostanza che taluni degli intermediari residenti in Italia appartengono a gruppi stranieri, la quota gestita dagli operatori esteri sale all'83,9 per cento (in diminuzione di 1,1 punti percentuali rispetto al 2021).

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			
	2021	2022	2021	2022	2021		2022	
					Importo	%	Importo	%
Imprese italiane								
SGR	6	6	9	10	2.301	14,3	2.507	17,2
Banche	4	4	6	6	2.720	16,9	2.030	13,9
Totale	10	10	15	16	5.021	31,1	4.537	31,1
Imprese di altri paesi	8	8	9	8	11.105	68,9	10.055	68,9
Totale	18	18	24	24	16.126	100,0	14.592	100,0
<i>Per memoria:</i>								
Attività finanziarie gestite direttamente					77.711		75.673	
Totale attività finanziarie					93.840		90.265	

Nella composizione delle attività finanziarie emergono rilevanti differenze tra le due modalità di gestione (*cfr. Tav. 21*). Nella **gestione diretta** è comunque preponderante il ricorso **all'investimento in OICR: 54,2 miliardi** di euro, pari al **71,6 per cento**, costituiti da quote di OICVM per 29,2 miliardi (di cui 3,6 miliardi riferibili a fondi dei quali la cassa di previdenza è di norma l'unico quotista; situazione, questa, presente in sei di esse) e di Altri OICR per 25 miliardi (di cui 15,2 fondi immobiliari). Sono inoltre presenti titoli di Stato per il 10,5 per cento; il complesso degli altri titoli di debito e dei titoli di capitale si attesta solo all'8,9 per cento.

Tav. 21

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

	2021				2022			
	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%
Attività								
Liquidità	7.036	9,1	129	0,8	6.751	8,9	102	0,7
Titoli di Stato	7.297	9,4	7.449	46,2	7.941	10,5	7.492	51,3
Altri titoli di debito	1.757	2,3	4.011	24,9	1.589	2,1	3.314	22,7
Titoli di capitale	4.556	5,9	3.203	19,9	5.174	6,8	2.653	18,2
OICVM	33.587	43,2	1.335	8,3	29.227	38,6	1.025	7,0
Altri OICR	23.478	30,2	2	..	24.991	33,0	6	..
- di cui: fondi immobiliari	15.556	20,0	-	-	15.200	20,1	-	-
Totale attività finanziarie	77.711	100,0	16.129	100,0	75.673	100,0	14.592	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 **51,3 per cento** (46,2 nel 2021) pari a 7,5 miliardi di euro, investita in **titoli di Stato**; gli altri titoli di debito e i titoli di capitale, entrambi quotati per la quasi totalità, corrispondono, rispettivamente, al 22,7 e al 18,2 per cento. Le quote di OICVM hanno un'incidenza del 7 per cento (8,3 nel 2021); quasi nullo il peso degli Altri OICR.

Le attività finanziarie per le quali è operante un **depositario** ammontano a **41,5 miliardi di euro**, pari al 46 per cento del totale (48,5 nel 2021) e comprendono, oltre alle attività finanziarie conferite in **gestione a intermediari specializzati**, **27,3 miliardi** riferiti ad attività finanziarie in **gestione diretta** di cui ne rappresentano oltre un terzo del totale.

APPENDICE

Tav. a.1

Casse di previdenza. Iscritti, pensionati e totale attività a valori di mercato

(dati di fine 2022; totale attività in milioni di euro)

Denominazione Enti	Iscritti	Pensionati	Totale attività	Tipologia forma gestoria
Cassa nazionale di previdenza e assistenza forense (CF)	225.513	30.986	17.855	509/94
Cassa italiana di previdenza ed assistenza dei geometri liberi professionisti (CIPAG)	69.751	31.178	2.780	509/94
Cassa nazionale del notariato (CNN)	5.116	2.653	1.846	509/94
Cassa nazionale di previdenza e assistenza a favore dei dottori commercialisti (CNPADC)	66.938	10.617	11.899	509/94
Cassa nazionale di previdenza ed assistenza a favore dei ragionieri e periti commerciali (CNPR)	23.488	10.928	2.804	509/94
Ente nazionale di assistenza degli agenti e rappresentanti di commercio (ENASARCO)	203.088	134.848	8.718	509/94
Ente nazionale di previdenza e assistenza a favore dei biologi (ENPAB)	17.021	1.930	940	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza per i consulenti del lavoro (ENPACL)	21.654	11.255	1.577	509/94
Ente nazionale di previdenza e di assistenza farmacisti (ENPAF)	99.722	23.244	3.360	509/94
Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione ordinaria e speciale	39.683	-	2.147	509/94
Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione separata agrotecnici	2.325	90	57	103/96
Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione separata periti agrari	3.659	810	206	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza dei medici e degli odontoiatri (ENPAM)	371.038	153.828	26.221	509/94
Ente nazionale di previdenza e assistenza per gli psicologi (ENPAP)	77.151	6.178	2.336	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza della professione infermieristica (ENPAPI)	47.051	3.531	1.249	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza dei veterinari (ENPAV)	28.018	8.728	1.123	509/94
Ente di previdenza e assistenza pluricategoriale (EPAP)	29.293	3.896	1.196	103/96
Ente di previdenza dei periti industriali e dei periti industriali laureati (EPPI)	13.271	5.810	1.890	103/96
Fondo nazionale di previdenza per i lavoratori delle imprese di spedizione corrieri e delle agenzie marittime raccomandatarie e mediatori marittimi (FASC)	42.894	-	932	509/94
Cassa nazionale di previdenza e assistenza per gli ingegneri ed architetti liberi professionisti (INARCASSA)	158.709	43.054	13.433	509/94
Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti italiani "Giovanni Amendola" (INPGI)	44.900	1.746	847	103/96
Opera nazionale assistenza orfani sanitari italiani (ONAOSI)	155.108	-	348	509/94
Totale	1.745.391	485.310	103.765	

Gli iscritti sono i soggetti che sono tenuti al versamento dei contributi dovuti nell'anno di riferimento.

Nei pensionati sono compresi anche i pensionati versanti cioè coloro che, nell'anno di riferimento, hanno percepito una prestazione pensionistica e hanno versato contributi.

**Casse di previdenza. Forme gestorie ai sensi del Decreto lgs 509/1994 e 103/1996 -
Composizione delle attività a valori di mercato**

(dati di fine 2022; totale attività in milioni di euro)

	509/1994		103/1996	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	6.182	6,5	671	7,7
Titoli di Stato	14.325	15,1	1.107	12,7
Altri titoli di debito	4.767	5,0	137	1,6
- quotati	4.423	4,7	121	1,4
- non quotati	344	0,3	16	0,2
Titoli di capitale	7.534	7,9	293	3,4
- quotati	5.400	5,7	59	0,7
- non quotati	2.134	2,2	234	2,7
OICVM	26.587	28,0	3.665	42,0
Altri OICR	23.486	24,7	1.511	17,3
- di cui: fondi immobiliari	14.331	15,1	869	10,0
- di cui: fondi di private equity/debt	4.891	5,1	292	3,3
Immobili	2.667	2,8	76	0,9
Partecipazione in società immobiliari	527	0,6	-	-
Polizze assicurative	435	0,5	140	1,6
Altre attività	8.535	9,0	1.120	12,8
- di cui: crediti contributivi	7.287	7,7	1.061	12,2
Totale	95.045	100,0	8.720	100,0