



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 2017

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), 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, tuttavia, non risulta ancora concluso. Conseguentemente, le Casse risultano 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. Va anzi sottolineato che per questi ultimi la c.d. Direttiva IORP II introduce 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. In tali termini, la forbice regolamentare tra Fondi e Casse tende ad allargarsi ulteriormente.

Nonostante il quadro normativo risulti ancora incompleto, la COVIP ha comunque svolto in questi anni le proprie funzioni di controllo sugli investimenti delle Casse 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 pertanto il quadro aggiornato a fine 2017 degli aspetti più significativi emersi dall'attività di analisi e vigilanza condotta dalla COVIP, integrando le informazioni aggregate con elementi di dettaglio riferiti ai portafogli delle singole Casse. Il quadro può rappresentare un riferimento informativo utile alla definizione di decisioni in

¹ Le Casse sono in tutto 20, sono costituite in forma di associazione o fondazione, hanno come platea di riferimento varie categorie di liberi professionisti e, in taluni casi, di lavoratori dipendenti; 16 Casse presentano quale principale finalità l'erogazione di prestazioni pensionistiche di base, tre Casse hanno quale scopo l'erogazione di prestazioni aggiuntive rispetto a quelle dell'Assicurazione Generale Obbligatoria, mentre una Cassa (ONAOIS) è volta esclusivamente all'erogazione di prestazioni di carattere assistenziale a favore degli orfani di alcune categorie di professionisti. Due delle Casse (INPGI e 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.

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. 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 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 ed organizzativi è dedicata la sezione 5.

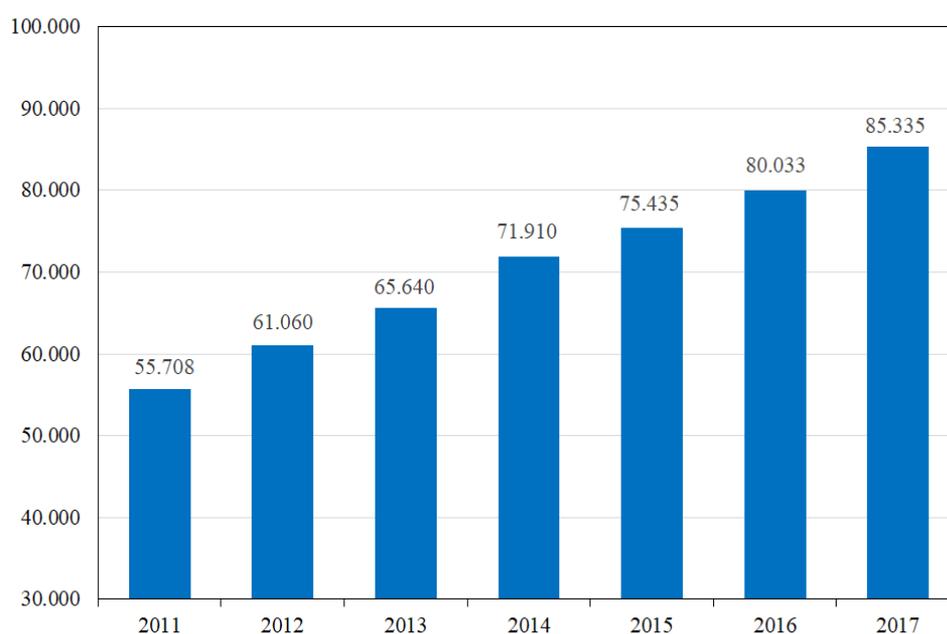
1. LE RISORSE DEL SETTORE

Dal 2011 al 2017 le attività totali delle Casse sono cresciute complessivamente da **55,7** a **85,3** miliardi di euro (cfr. Tav.1). Su tutto il periodo di osservazione, le attività sono aumentate del **53,2 per cento**. Su base annuale, più pronunciata è stata la crescita nei primi 3 anni (in media **8,9 per cento**) che nei successivi 3 (in media **5,9 per cento**).

Tav. 1

Casse. Evoluzione dell'attivo

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

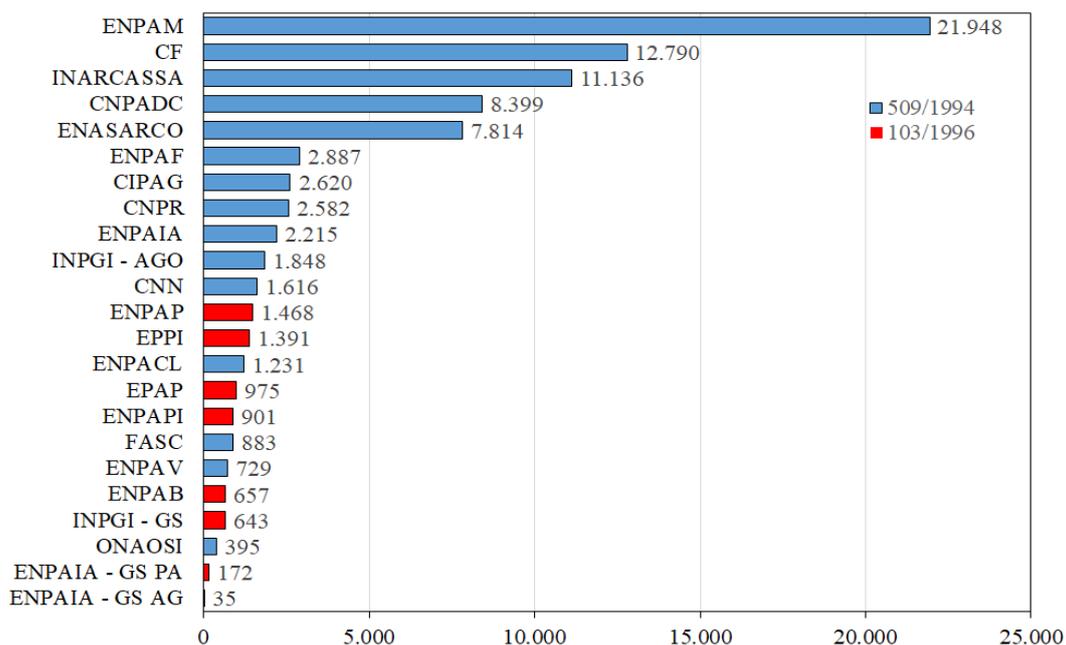


A fronte di una sostenuta dinamica di crescita nell'aggregato, permangono differenze, anche ampie, nelle attività delle Casse (cfr. Tav. 2). Circa il 73 per cento dell'attivo è di pertinenza delle 5 Casse di dimensioni più grandi (a ENPAM fa capo il 25,7 per cento del totale, seguono Cassa Forense con il 15, INARCASSA con il 13,1, CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI con il 9,8 ed ENASARCO con il 9,2); le prime tre Casse raggruppano circa il 54 per cento del totale.

Tav. 2

Totale attivo per singola Cassa

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

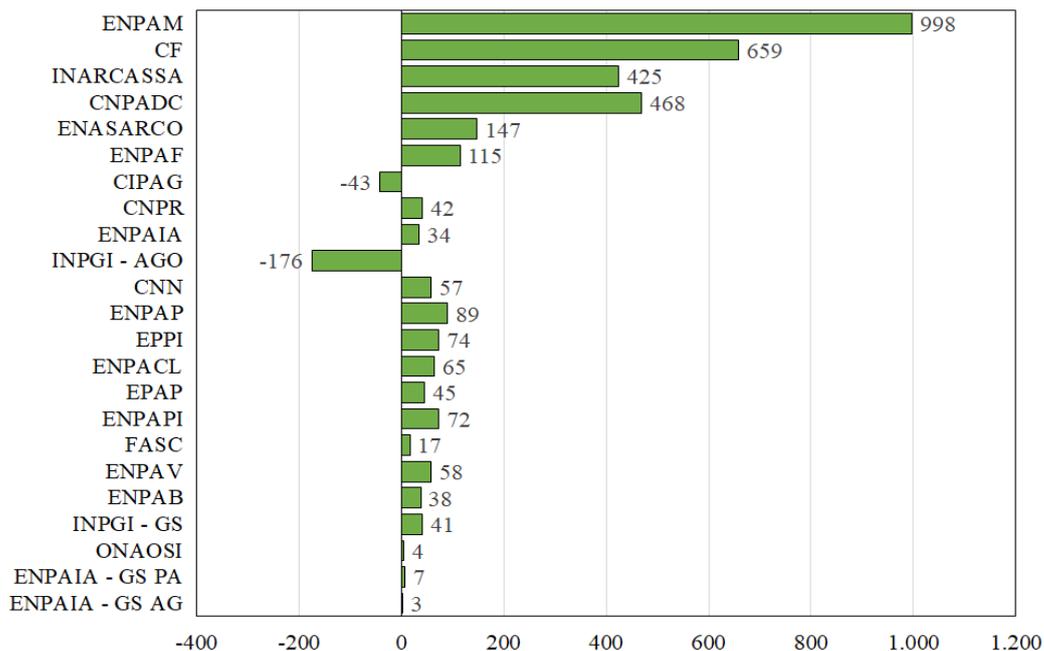


Le differenze nella dimensione dell'attivo sono riconducibili alle caratteristiche economiche, sociali e demografiche delle diverse platee di riferimento delle Casse. Sulla dinamica di crescita dell'attivo hanno un effetto di primo ordine i flussi contributivi al netto delle prestazioni.

Al 2017 solamente in 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 **1 per cento** (ONAO SI, che tuttavia eroga prestazioni di tipo solo assistenziale) e **8 per cento** (ENPAPI).

Tav. 3

Saldo per contributi e prestazioni per singola Cassa
(flussi annuali 2017; importi in milioni di euro)



2. LA COMPOSIZIONE DELL'ATTIVO

2.1. Il quadro aggregato

Alla fine del 2017, l'attivo delle Casse ammonta a **85,3 miliardi** di euro (cfr. Tav. 4); l'aumento rispetto al 2016 è di **5,3 miliardi** (il **6,6 per cento** in più).

Tav. 4

Casse. Composizione dell'attivo a valori di mercato

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

	2016		2017	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	6.699	8,4	6.124	7,2
Titoli di Stato	14.414	18,0	14.069	16,5
Altri titoli di debito	5.112	6,4	5.006	5,9
- quotati	3.724	4,7	4.125	4,8
- non quotati	1.387	1,7	881	1,0
Titoli di capitale	7.690	9,6	8.103	9,5
- quotati	6.390	8,0	6.797	8,0
- non quotati	1.299	1,6	1.306	1,5
OICVM	16.748	20,8	21.555	25,3
- di cui: titoli di debito ⁽¹⁾	8.399	10,5	12.175	14,3
- di cui: titoli di capitale ⁽¹⁾	5.577	7,0	6.696	7,8
Altri OICR	15.669	19,7	17.023	19,9
- di cui: fondi immobiliari	12.694	15,9	13.735	16,1
- di cui: fondi di private equity/debt	1.232	1,5	1.523	1,8
Immobili	5.824	7,3	5.087	6,0
Partecipazioni in società immobiliari	533	0,7	531	0,6
Polizze assicurative	465	0,6	539	0,6
Altre attività	6.879	8,6	7.298	8,6
- di cui: crediti contributivi	5.829	7,3	6.132	7,2
Totale attività	80.033	100,0	85.335	100,0
<i>Per memoria:</i>				
Investimenti immobiliari	19.050	23,8	19.354	22,7
- immobili	5.824	7,3	5.087	6,0
- fondi immobiliari	12.694	15,9	13.735	16,1
- partecipazioni in società immobiliari	533	0,7	531	0,6
Investimenti obbligazionari	27.925	34,9	31.250	36,6
- titoli di Stato	14.414	18,0	14.069	16,5
- altri titoli di debito	5.112	6,4	5.006	5,9
- titoli di debito sottostanti gli OICVM	8.399	10,5	12.175	14,3
Investimenti azionari	13.267	16,6	14.799	17,3
- titoli di capitale	7.690	9,6	8.103	9,5
- titoli di capitale sottostanti gli OICVM	5.577	7,0	6.696	7,8

(1) Si tratta dei titoli di debito e dei titoli di capitale sottostanti gli OICVM (c.d. *look through*); gli ulteriori attivi ad essi sottostanti, pari a 2,6 miliardi di euro per il 2017, sono costituiti per circa il 55 per cento da liquidità. Tali valori sono stati stimati sulla base delle informazioni di dettaglio sulla composizione degli OICVM disponibili per circa il 98 per cento degli stessi. Gli importi indicati per il 2016 sono stati aggiornati agli ultimi dati disponibili.

Gli impieghi in **titoli di debito** totalizzano 19,1 miliardi di euro, circa 400 milioni in meno rispetto al 2016; l'ammontare di **titoli di Stato** è sceso da 14,4 a 14,1 miliardi mentre diminuiscono di circa 100 milioni gli **altri titoli di debito**, per un valore a fine anno di 5 miliardi. Tra questi ultimi, all'aumento delle obbligazioni quotate da 3,7 a 4,1 miliardi, si contrappone la riduzione dei titoli non quotati scesi a 881 milioni a fine 2017.

In **titoli di capitale** sono investiti 8,1 miliardi di euro contro i 7,7 del 2016; l'incremento è pressoché tutto imputabile ai titoli quotati le cui consistenze a fine anno sono 6,8 miliardi.

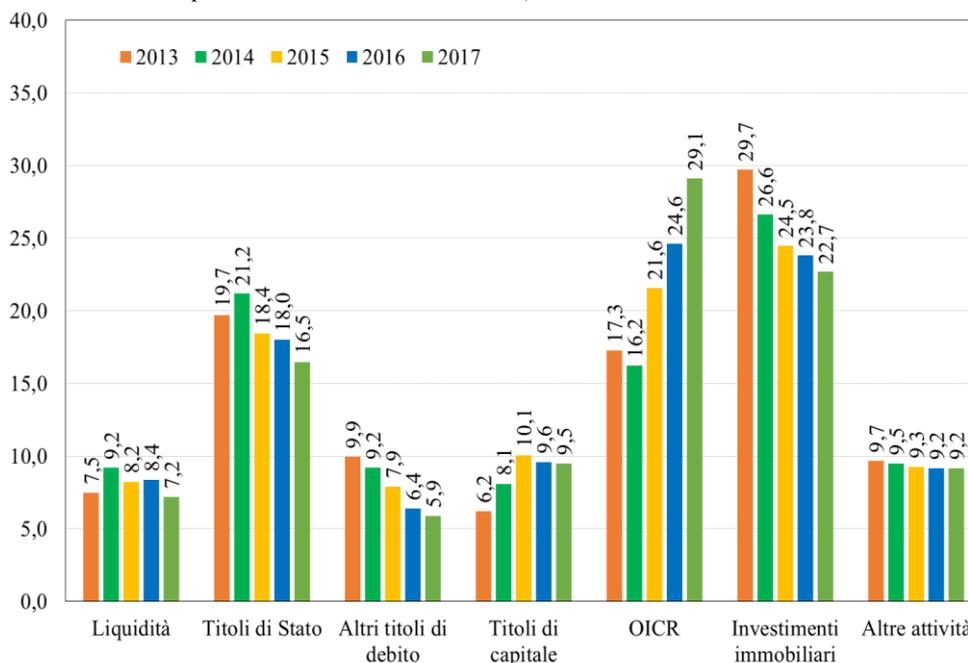
Aumentano in modo cospicuo gli impieghi in quote di **OICR**: rispettivamente, da 16,7 a 21,5 miliardi di euro le quote di **OICVM** e da 15,7 a 17 miliardi quelle di **altri OICR**; in quest'ultimo caso, l'aumento è quasi per l'intero dovuto ai **fondi immobiliari** saliti da 12,7 a 13,7 miliardi di euro.

Riaggregando le classi dell'attivo tenendo conto delle componenti obbligazionaria e azionaria sottostanti gli OICVM detenuti (cfr. Tav. 4), risulta che alla fine del 2017:

- gli **investimenti immobiliari**, 19,4 miliardi di euro (19,1 nel 2016), si riducono in percentuale dell'attivo (22,7 per cento contro il 23,8 del 2016); tra le diverse componenti, in leggero aumento l'incidenza delle quote di fondi immobiliari (pari al 16,1 per cento), mentre diminuisce quella degli immobili detenuti direttamente (dal 7,3 al 6 per cento);
- gli **investimenti in titoli di debito**, 31,2 miliardi (27,9 nel 2016), costituiscono il 36,6 per cento dell'attivo registrando un aumento di 1,7 punti percentuali rispetto al 2016; tra le diverse componenti, scendono gli investimenti diretti (complessivamente, dal 24,4 al 22,4 per cento), ma aumenta la componente obbligazionaria negli OICVM (dal 10,5 al 14,3 per cento);
- gli **investimenti in titoli di capitale**, 14,8 miliardi di euro (13,3 nel 2016), formano il 17,3 per cento dell'attivo (16,6 nel 2016); tra le diverse componenti, restano sostanzialmente stabili gli investimenti diretti, mentre si registra un aumento della componente azionaria negli OICVM dal 7 al 7,8 per cento.

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

- la riduzione costante degli **investimenti immobiliari**. Questi ultimi, comprensivi anche delle quote di fondi immobiliari, sono passati dal 29,7 per cento del 2013 al 22,7 del 2017 ancorché, in valore assoluto, il totale complessivo resti rilevante (19,4 miliardi di euro rispetto ai 19,5 del 2013);
- la diminuzione dei **titoli di Stato**, dal 19,7 per cento del 2013 al 16,5 del 2017, dopo aver raggiunto anche il 21,2 nel 2014; è scesa anche la quota degli **altri titoli di debito** dal 9,9 al 5,9 per cento;
- l'aumento significativo delle quote di **OICR** considerate al netto dei fondi immobiliari: 29,1 per cento rispetto al 17,3 del 2013;
- l'incremento dei **titoli di capitale**: dal 6,2 per cento del 2013 al 9,5 del 2017.

Casse. Principali classi di attività⁽¹⁾*(dati di fine anno; valori in percentuale delle attività totali)*

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

Investimenti immobiliari

Gli **investimenti immobiliari**, comprensivi della componente detenuta attraverso le quote di fondi immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari controllate dalle Casse, ammontano a **19,4 miliardi** di euro; l'incidenza sul totale dell'attivo, 22,7 per cento, resta significativa ancorché in ulteriore riduzione di 1,1 punti percentuali rispetto al 2016.

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 totalizzano **5,1 miliardi** di euro, il 6 per cento delle attività, proseguendo nell'ulteriore riduzione sia in valore assoluto, sia in percentuale dell'attivo: 6,5 miliardi di euro in meno, pari a 11,5 punti percentuali, rispetto al 2013.

Per localizzazione geografica e destinazione d'uso prevalente degli immobili non si registrano variazioni rispetto al 2016. Il 70 per cento è ubicato nel centro Italia (il 95 per cento di questi si trova a Roma); circa un quarto è localizzato nel nord del Paese (per i tre quarti concentrati a Milano). La destinazione d'uso prevalente è quella residenziale (43,3 per cento), seguita da uso uffici (27,6 per cento), strumentale (11 per cento) e commerciale (10 per cento).

Sulla riduzione degli immobili detenuti direttamente hanno continuato a incidere in misura significativa i conferimenti a favore di fondi immobiliari (di cui la Cassa è di norma l'unico

quotista). In termini contabili, tali operazioni hanno quasi sempre generato cospicue plusvalenze (per il più elevato valore attribuito ai cespiti conferiti rispetto ai corrispondenti valori iscritti a bilancio), senza tuttavia dar luogo a proventi monetari effettivi e, quindi, a nuove risorse. Proprio in considerazione della connotazione meramente contabile di dette plusvalenze, alcune Casse hanno adottato apposite soluzioni contabili per neutralizzare gli effetti economici e patrimoniali di tali operazioni, rinviandoli al momento della loro effettiva monetizzazione. In virtù delle operazioni di conferimento, **i fondi immobiliari** costituiscono la componente maggioritaria degli investimenti immobiliari delle Casse, **13,7 miliardi** di euro. Se confrontati con il dato di fine 2013 emerge un aumento considerevole sia in valore assoluto (circa 6,3 miliardi di euro), sia in percentuale (circa 5 punti percentuali).

Il 92 per cento degli immobili sottostanti i fondi immobiliari è situato in Italia. La destinazione d'uso prevalente è uffici (49 per cento), seguita da residenziale (23 per cento) e commerciale (16 per cento).

Completano il quadro le **partecipazioni in società immobiliari controllate dalle Casse** che ammontano a **531 milioni** di euro pari allo 0,6 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, si attestano nel complesso a **31,2 miliardi** di euro; essi costituiscono il 36,6 per cento delle attività, in aumento dal 34,9 per cento del 2016.

Al netto della componente sottostante gli OICVM, i **titoli di debito** ammontano a **19,1 miliardi** di euro pari al 22,4 per cento delle attività, in diminuzione di 2 punti percentuali rispetto al 2016. 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 **14,1 miliardi** di euro:

- formano il **16,5 per cento** dell'attivo, in calo di 1,5 punti percentuali rispetto al 2016;
- per il **77 per cento** sono costituiti da **emittenti sovrani dell'Area dell'euro** (circa i quattro quinti sono italiani), per il 13,1 per cento da titoli degli Stati Uniti e per il 2,3 per cento dal Giappone; tali percentuali sono in linea con quelle rilevate nel 2016. I titoli di Stati non aderenti all'OCSE costituiscono il 3,5 per cento del totale.

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

- corrispondono al **5,9 per cento** dell'attivo, in calo di 0,5 punti percentuali rispetto al 2016;
- per il **46 per cento** sono emissioni di **residenti in Paesi dell'Area dell'euro**, circa 4 punti percentuali in meno nel confronto con il 2016. Rimane stabile, 10 per cento, la quota di titoli emessi da residenti in altri Paesi dell'Unione europea mentre è in rialzo dal 26 al 32 per cento il peso di emittenti statunitensi; completano il quadro le emissioni di soggetti residenti in altri Paesi dell'OCSE (8 per cento) e in Paesi non OCSE (4 per cento);

- per il **54 per cento** (59 nel 2016) sono emessi da **imprese finanziarie**;
- per l'**82 per cento** (73 nel 2016) sono **quotati**; la parte rimanente (circa 0,9 miliardi) è per oltre la metà formata da titoli strutturati oggetto di risalenti operazioni di investimento;
- le obbligazioni strutturate, inclusa anche la componente di titoli quotati, ammontano a 0,5 miliardi di euro; l'incidenza sul complesso delle risorse detenute dalle Casse, circa lo 0,6 per cento, prosegue nella tendenza decrescente (era il 6,3 nel 2012). Circa un terzo di tali strumenti finanziari fanno capo a una sola Cassa, per la quale il peso sul totale dell'attivo si attesta allo 0,8 per cento; per il resto sono distribuite tra 7 Casse (per una delle quali la presenza di tali obbligazioni interessa anche una delle due gestioni patrimonialmente separate in essa istituite ai sensi del Decreto lgs. 103/1996), con percentuali di incidenza che vanno dallo 0,5 al 5,9 per cento.

La **componente obbligazionaria degli OICVM** ammonta a **12,2 miliardi** di euro, il 14,3 per cento delle attività, in aumento di 3,8 punti percentuali sul 2016.

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

- è per il **59 per cento** costituito da **titoli corporate** (63 nel 2016);
- è investito per il **40 per cento** in **Paesi dell'Area dell'euro** (37 nel 2016), per il 23 per cento negli Stati Uniti (27 nel 2016) e per il 17 per cento nei Paesi non aderenti all'OCSE (16 nel 2016);
- è concentrato nel **settore finanziario** per il **44 per cento** del totale (38 nel 2016).

Investimenti azionari

I **titoli azionari**, ivi inclusi quelli sottostanti gli OICVM detenuti dalle Casse, ammontano complessivamente a **14,8 miliardi** di euro; essi costituiscono il 17,3 per cento del totale dell'attivo, registrando un incremento di 0,7 punti percentuali rispetto al 2016.

Al netto della componente sottostante gli OICVM, i **titoli di capitale** ammontano a **8,1 miliardi** di euro; essi si ragguagliano al 9,5 per cento delle attività, percentuale sostanzialmente invariata rispetto all'anno precedente.

Più in dettaglio:

- il **56 per cento** si riferisce all'**Area dell'euro**, in aumento rispetto al 52 del 2016. Gli Stati Uniti si attestano al 18 per cento (20 nel 2016) mentre sono stabili le quote degli altri Paesi dell'Unione europea e del Giappone, rispettivamente, 8 e 7 per cento;
- il **31 per cento** fa capo al **settore finanziario**, valore in linea con l'anno precedente, mentre sale dal 10 al 14 per cento il settore energetico. Invariate le quote del settore delle *utilities* (12 per cento) e dell'industriale (10 per cento).

La **componente azionaria degli OICVM** ammonta a **6,7 miliardi** di euro, il 7,8 per cento delle attività (0,8 punti percentuali in più sul 2016).

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

- è investito per il **31 per cento** negli **Stati Uniti**, diminuendo rispetto al 34 del 2016; l'Area dell'euro scende dal 25 al 23 per cento mentre il peso dei Paesi non aderenti all'OCSE sale dal 14 al 19 per cento;
- è costituito da azioni del settore dei **beni di consumo** per una quota del **23 per cento**, invariata rispetto al 2016. Seguono il settore finanziario (19 per cento), l'*information technology* (15 per cento) e l'industriale (12 per cento) le cui percentuali sul totale dell'attivo mostrano limitate variazioni nel confronto con l'anno precedente.

OICR diversi dagli OICVM

Gli **OICR diversi dagli OICVM** totalizzano **17 miliardi** di euro, il **19,9 per cento** delle attività totali (in aumento di 0,2 punti percentuali rispetto al 2016); per essi sussistono inoltre 3,1 miliardi di euro di residui impegni di sottoscrizione. Tali strumenti finanziari sono per l'80 per cento costituiti da **fondi immobiliari** (13,7 miliardi di euro); sono presenti anche fondi di *private equity* e *private debt* per un ammontare di 1,5 miliardi di euro, l'1,8 per cento del totale dell'attivo (1,5 nel 2016).

Altre componenti

Nelle attività complessivamente detenute dalle Casse figurano inoltre **liquidità** – comprensiva anche dei crediti per operazioni di pronti contro termine e dei depositi bancari con scadenza non superiore a 6 mesi – per 6,1 miliardi di euro (7,2 per cento del totale, in calo di 1,2 punti percentuali rispetto al 2016); **polizze assicurative** di Ramo I, III e V per 539 milioni (0,6 per cento) e **altre attività** per 7,3 miliardi (8,6 per cento), di cui 6,1 miliardi rappresentativi di **crediti di natura contributiva**, incidono sull'attivo totale per una percentuale invariata rispetto al 2016.

In 8 Casse (per una delle quali con riguardo alla gestione patrimonialmente separata in essa istituita ai sensi del Decreto lgs.103/96), tra le **altre attività** sono anche presenti strumenti finanziari derivati per un valore di mercato di 111 milioni di euro; ciò a fronte di 13 milioni di euro presenti tra le "Altre passività" (ossia quelle non rappresentative di impegni connessi all'erogazione, a qualunque titolo, di prestazioni a favore della platea di riferimento). Si tratta di strumenti finanziari derivati impiegati quasi integralmente con finalità di copertura del rischio di cambio riferiti a investimenti denominati in divisa diversa dall'euro, il cui valore di mercato (rappresentativo dei profitti/perdite correnti ad essi connessi) risulta nel complesso pari a 98 milioni di euro.²

² In due di queste Casse, il valore degli strumenti finanziari derivati non trova peraltro evidenza tra le attività e le passività dello stato patrimoniale in quanto i mandati di gestione, in cui essi sono presenti, vengono contabilizzati sulla base del valore dei conferimenti effettuato tempo per tempo dai risultati economici realizzati, senza pertanto dare autonoma evidenza contabile alle singole attività/passività sottostanti ai mandati

2.2. I portafogli delle Casse

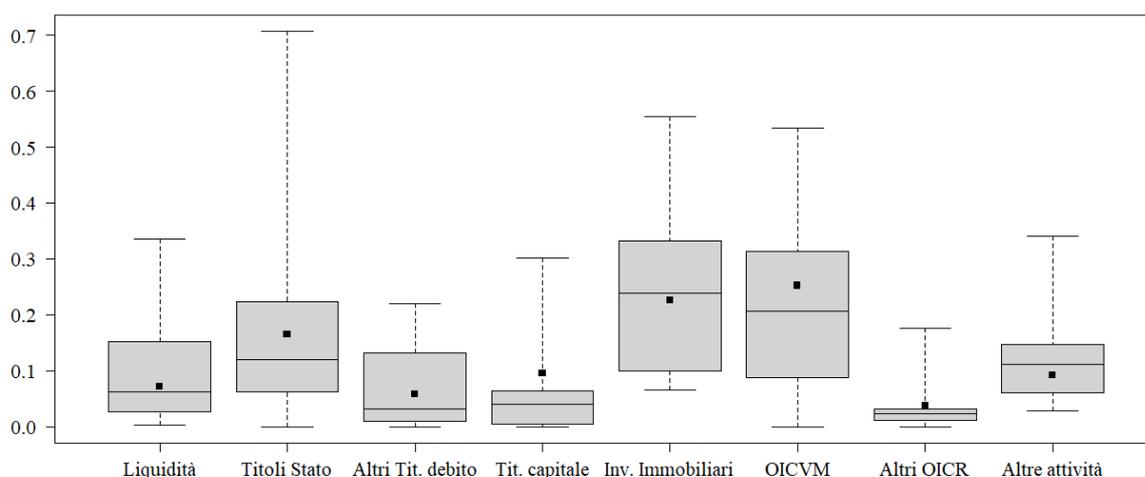
La sezione precedente illustra le tendenze aggregate nella composizione dell'attivo delle Casse. Tali tendenze aggregate, pur consegnando un'immagine complessiva del sistema, oscurano l'ampia variabilità tra Casse nella composizione dell'attivo. L'analisi dei dati per singola Cassa permette di apprezzare tale variabilità. 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.

L'ampia eterogeneità della composizione del portafoglio dipende anche dalla rispettiva categoria di appartenenza sulla base della normativa: per le Casse 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.

Tav. 6

Casse. Distribuzione delle classi dell'attivo⁽¹⁾

(dati di fine 2017; valori in rapporto al totale delle attività)



(1) Le quote di fondi immobiliari sono incluse nella voce "Investimenti immobiliari" ed escluse dalla voce "Altri OICR". Le polizze assicurative sono incluse nella voce "Altre attività". Il punto evidenziato in grassetto rappresenta la media ponderata.

Attraverso un diagramma c.d. *box and whiskers plot*, si rappresenta, per ciascuna classe dell'attivo, la dispersione tra le Casse e si documenta l'ampia variabilità per quasi tutte le principali classi (cfr. Tav. 6). In particolare, il campo di variazione delle quote detenute è

medesimi. Per completezza va poi aggiunto che in un'ulteriore Cassa sussistono posizioni creditorie e debitorie su strumenti finanziari derivati rispettivamente pari a 11 mila euro e 9 mila euro, per un valore di mercato complessivo di 2 mila euro. Tali valori non sono evidenziati tra le attività e le passività dello stato patrimoniale in quanto essa ha confermato la decisione – già adottata per il 2016 – di non adeguarsi alle modifiche apportate dal Decreto lgs. 139/2015 alla disciplina codicistica in materia di bilancio.

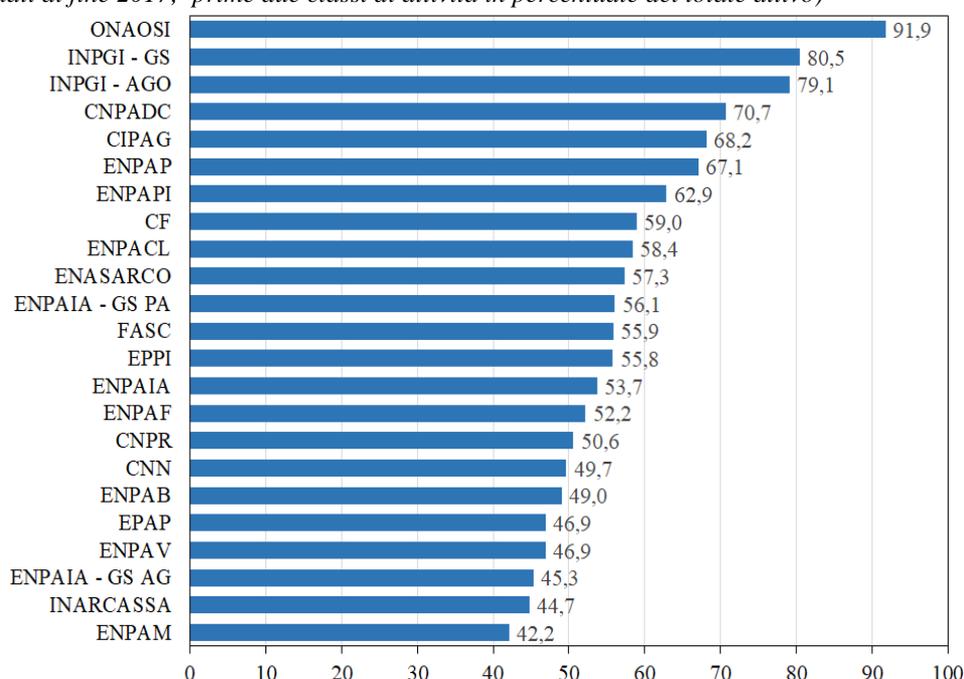
elevato per i titoli di Stato (**0-70 per cento**, la metà dei casi con percentuali comprese tra il **6** e il **22 per cento**), per gli OICVM (**0-53 per cento**, la metà dei casi tra il **9** e il **31 per cento**) e per gli investimenti immobiliari (**7-55 per cento**, la metà dei casi compresi tra il **10** e il **33 per cento**).

Anche sul grado di concentrazione dei portafogli, misurato come peso delle prime due classi di attività sul totale dell'attivo, sussiste un'ampia variabilità in funzione di diversi fattori (cfr. Tav. 7), tra cui preponderante è il ruolo delle caratteristiche economiche, demografiche e sociali delle diverse platee di riferimento delle Casse. Se si esclude ONAOSI, che eroga solo prestazioni di tipo assistenziale, il grado di concentrazione dei portafogli varia dal **42,2 per cento** di ENPAM all'**80,5 per cento** della gestione separata di INPGI.

Tav. 7

Principali classi di attività per singola Cassa

(dati di fine 2017; prime due classi di attività in percentuale del totale attivo)



3. GLI INVESTIMENTI NELL'ECONOMIA ITALIANA

Il **risparmio previdenziale** canalizzato verso Casse e forme pensionistiche complementari (di seguito, per semplicità, Fondi pensione) ha raggiunto dimensioni ragguardevoli. A fine 2017, il totale complessivo delle risorse si attesta a **247,6 miliardi** di euro, il **14,4** per cento del PIL, così suddiviso: 85,3 miliardi di euro fa capo alle Casse e 162,3 miliardi ai Fondi pensione.

La disponibilità di dati sulla composizione dell'attivo di Casse 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 e l'investimento nell'economia italiana

Gli **investimenti domestici** delle Casse ammontano a **34,4 miliardi** di euro, il **40,3** per cento delle attività; la percentuale risulta in diminuzione di 0,7 punti percentuali rispetto al 2016 (cfr. Tav. 8); gli **investimenti non domestici** si attestano a **36,9 miliardi**, corrispondenti al **43,3** per cento del totale, 1,8 punti percentuali in più rispetto al 2016.

Tav. 8

Casse. Investimenti domestici e non domestici⁽¹⁾

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

	2016						2017					
	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%
Attività												
Titoli di Stato	8.825	11,0	5.589	7,0	14.414	18,0	8.437	9,9	5.632	6,6	14.069	16,5
Altri titoli di debito	983	1,2	4.128	5,2	5.112	6,4	988	1,2	4.017	4,7	5.006	5,9
Titoli di capitale	2.934	3,7	4.756	5,9	7.690	9,6	3.631	4,3	4.472	5,2	8.103	9,5
OICVM	911	1,1	15.837	19,8	16.748	20,9	1.420	1,7	20.135	23,6	21.555	25,3
Altri OICR	12.796	16,0	2.874	3,6	15.669	19,6	14.307	16,8	2.715	3,2	17.023	19,9
- di cui: fondi immob..	11.767	14,7	927	1,2	12.694	15,9	13.122	15,4	613	0,7	13.735	16,1
Immobili	5.824	7,3	-	-	5.824	7,3	5.087	6,0	-	-	5.087	6,0
Part. in società immob.	533	0,7	-	-	533	0,7	531	0,6	-	-	531	0,6
Totale	32.805	41,0	33.184	41,5	65.990	82,5	34.403	40,3	36.971	43,3	71.374	83,6
Liquidità					6.699	8,4					6.124	7,2
Polizze assicurative					465	0,6					539	0,6
Altre attività					6.879	8,6					7.298	8,6
Totale attività					80.033	100,0					85.335	100,0
<i>Per memoria:</i>												
Investimenti immob.	18.123	22,6	927	1,2	19.050	23,8	18.741	22,0	613	0,7	19.354	22,7
- immobili	5.824	7,3	-	-	5.824	7,3	5.087	6,0	-	-	5.087	6,0
- fondi immobiliari	11.767	14,7	927	1,2	12.694	15,9	13.122	15,4	613	0,7	13.736	16,1
- part. in società immob.	533	0,7	-	-	533	0,7	531	0,6	-	-	531	0,6

(1) Per gli OICVM, la ripartizione tra componente domestica e non domestica è stata stimata sulla base della distribuzione geografica dei titoli di debito e di capitale ad essi sottostanti (c.d. *look through*). Per quanto riguarda i fondi immobiliari, si è fatto riferimento all'ubicazione degli immobili in portafoglio; per gli altri OICR, tale ripartizione è basata sulla domiciliazione in Italia 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 71,4 miliardi di euro, **l'incidenza delle due componenti sarebbe, rispettivamente, il 48,2 per cento (49,8 nel 2016) per gli investimenti domestici e il 51,8 per cento (50,2 nel 2016) per quelli non domestici.**

Nell'ambito degli investimenti domestici, restano predominanti gli **investimenti immobiliari (18,7 miliardi di euro, il 22 per cento delle attività totali)** e i **titoli di Stato (8,4 miliardi di euro, il 9,9 per cento delle attività totali)**; nel confronto con il 2016, l'incidenza sul totale delle attività per le due componenti registra una diminuzione, rispettivamente, di 0,6 e 1,1 punti percentuali.

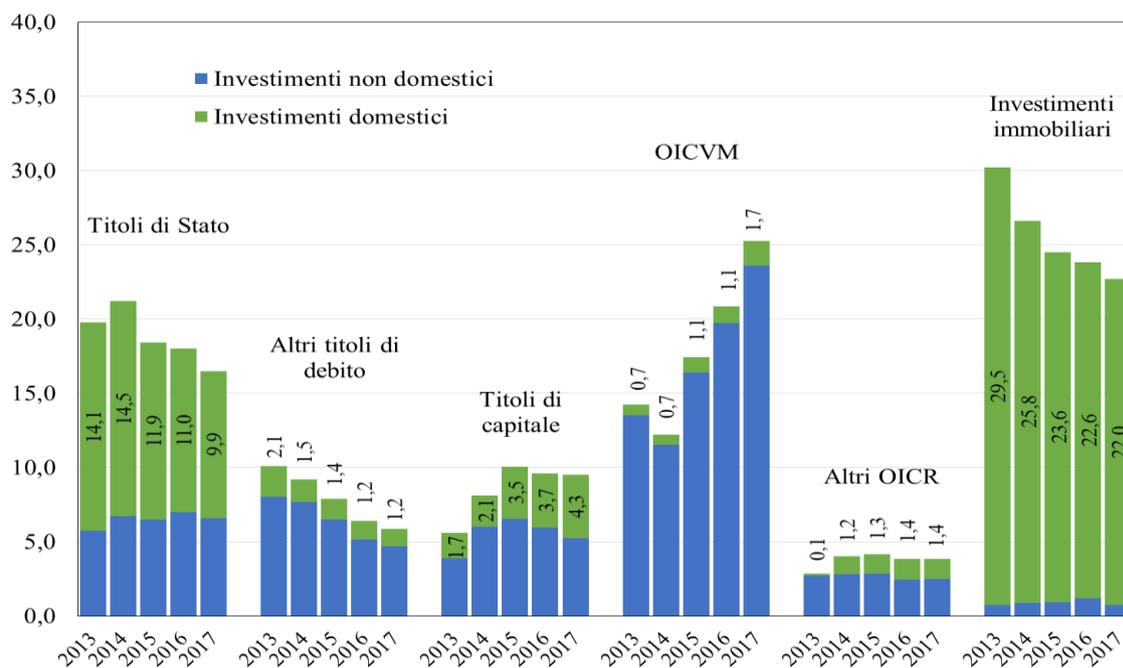
Sono inoltre presenti **titoli di debito e di capitale** per un ammontare complessivo di **4,6 miliardi di euro, 700 milioni** in più rispetto al 2016, pari al **5,5 per cento** dell'attivo (4,9 nel 2016); mentre i **titoli di debito** restano sostanzialmente stabili (circa **1 miliardo di euro**, pari all'**1,2 per cento** dell'attivo), i **titoli di capitale** aumentano da 2,9 a **3,6 miliardi**, passando dal **3,7 al 4,3 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 (una in più rispetto al 2016) per circa 1 miliardo di euro; in tre 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 **2,6 miliardi di euro**, circa 700 milioni in più rispetto al 2016, pari al **3,1 per cento** delle attività (2,4 nel 2016).

L'evoluzione nel quinquennio 2013-2017 delle componenti dell'attivo ripartite tra investimenti domestici e non domestici (cfr. Tav. 9) mostra che, nell'ambito della quota domestica, si riducono gli investimenti immobiliari (7,5 punti percentuali), i titoli di Stato (4,2 punti percentuali) e gli altri titoli di debito (0,9 punti percentuali); aumenta, invece, l'incidenza dei titoli di capitale (2,6 punti percentuali) e delle quote di OICVM (1 punto percentuale).

Casse. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2013-2017⁽¹⁾

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



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

I Fondi pensione e l'investimento nell'economia italiana

Con riferimento ai Fondi pensione, **gli investimenti domestici** si attestano alla fine del 2017 a **38,3 miliardi** di euro (cfr. Tav. 10), corrispondenti al **29,9** per cento dell'ANDP (attivo netto destinato alle prestazioni, pari a 128,2 miliardi di euro, valore calcolato escludendo i PIP "vecchi", i fondi preesistenti interni e le riserve matematiche presso imprese di assicurazione); nell'ambito degli investimenti domestici, prevalgono i **titoli di Stato: 29,1 miliardi** di euro, il **22,7** per cento (26,7 nel 2016) dell'attivo netto.

Gli **investimenti non domestici** totalizzano a **79,5 miliardi** di euro, pari al **62** per cento dell'attivo netto. Confrontando i dati con il 2016, si osserva una riduzione della quota di investimenti domestici di circa 4 punti percentuali, in larga parte imputabile ai titoli di Stato (3,9 punti percentuali).

Se rapportate al solo totale degli investimenti (117,8 miliardi di euro), escludendo liquidità, polizze assicurative e altre attività, l'incidenza della quota allocata in Italia si attesta al **32,5** per cento (36,7 nel 2016); quella in Paesi diversi dall'Italia al **67,5** per cento (63,3 nel 2016).

Tav. 10

Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici⁽¹⁾

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

	2016						2017					
	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%
Attività e passività												
Titoli di Stato	31.191	26,6	23.351	19,9	54.542	46,5	29.079	22,7	24.193	18,9	53.272	41,5
Altri titoli di debito	2.292	2,0	14.712	12,5	17.004	14,5	2.676	2,1	18.575	14,5	21.251	16,6
Titoli di capitale	1.127	1,0	17.955	15,3	19.082	16,3	1.449	1,1	21.224	16,6	22.672	17,7
OICVM	1.136	1,0	12.481	10,6	13.617	11,6	1.037	0,8	15.066	11,8	16.102	12,6
Altri OICR	1.902	1,6	315	0,3	2.217	1,9	1.988	1,6	427	0,3	2.415	1,9
- di cui: fondi immob.	1.415	1,2	227	0,2	1.642	1,4	1.416	1,1	215	0,2	1.631	1,3
Immobili	1.914	1,6	-	-	1.914	1,6	1.778	1,4	-	-	1.778	1,4
Part. in società immob.	350	0,3	-	-	350	0,3	269	0,2	-	-	269	0,2
Totale	39.912	34,0	68.814	58,6	108.726	92,6	38.276	29,9	79.485	62,0	117.759	91,8
Liquidità					7.528	6,4					9.278	7,2
Polizze assicurative					1.214	1,0					1.337	1,0
Altre attività e passività					-155	..					-156	-0,1
Totale ANDP					117.313	100,0					128.218	100,0
<i>Per memoria:</i>												
Investimenti immob.	3.679	3,1	227	0,2	3.906	3,3	3.463	2,7	215	0,2	3.678	2,9
- immobili	1.914	1,6	-	-	1.914	1,6	1.778	1,4	-	-	1.778	1,4
- fondi immobiliari	1.415	1,2	227	0,2	1.642	1,4	1.416	1,1	215	0,2	1.631	1,3
- part. in società immob.	350	0,3	-	-	350	0,3	269	0,2	-	-	269	0,2

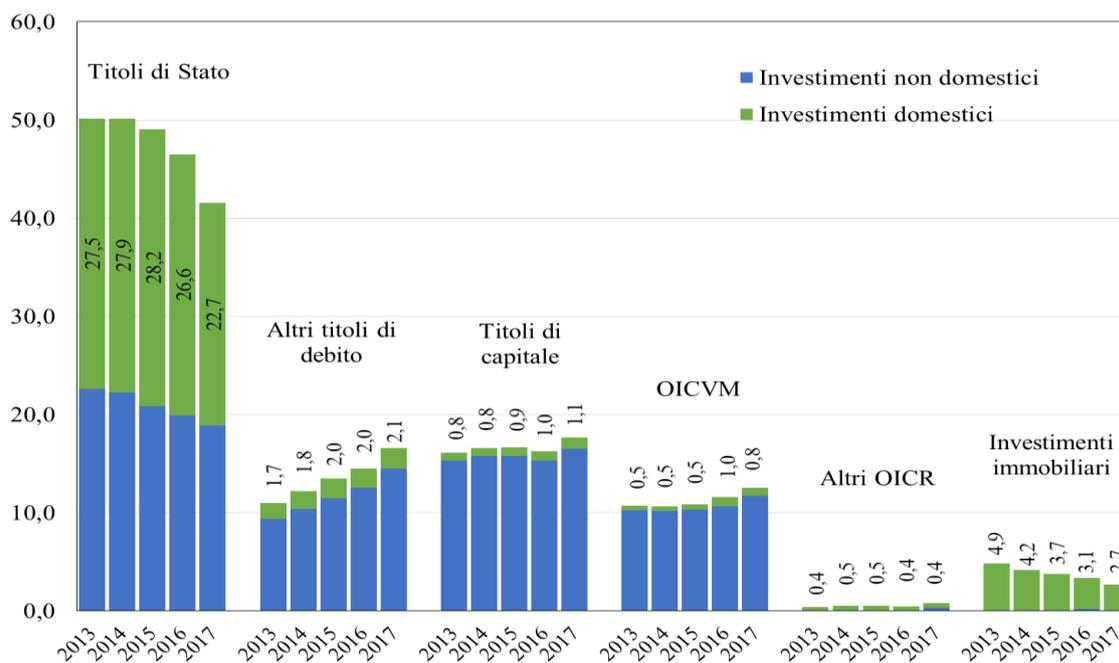
(1) I dati si riferiscono ai Fondi pensione negoziali, ai Fondi pensione aperti, ai Fondi pensione preesistenti e ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo; per i Fondi pensione preesistenti, i dati sono relativi ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica; sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione. Nel totale si include FONDINPS. Per gli OICVM, 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 in Italia dei fondi stessi.

L'evoluzione nel quinquennio 2013-2017 delle componenti dell'attivo netto ripartite tra investimenti domestici e non domestici (cfr. Tav. 11) mostra che, nell'ambito della quota domestica, si riducono i titoli di Stato (4,8 punti percentuali) e gli investimenti immobiliari (2,2 punti percentuali); aumenti di lieve entità si registrano per gli altri titoli di debito (0,4 punti percentuali), i titoli di capitale (0,3 punti percentuali) e le quote di OICVM (0,3 punti percentuali).

Tav. 11

Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2013-2017⁽¹⁾

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



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

Il confronto tra Casse e Fondi pensione

In sintesi, dalla composizione degli investimenti a fine 2017 delle Casse e dei Fondi pensione emerge che:

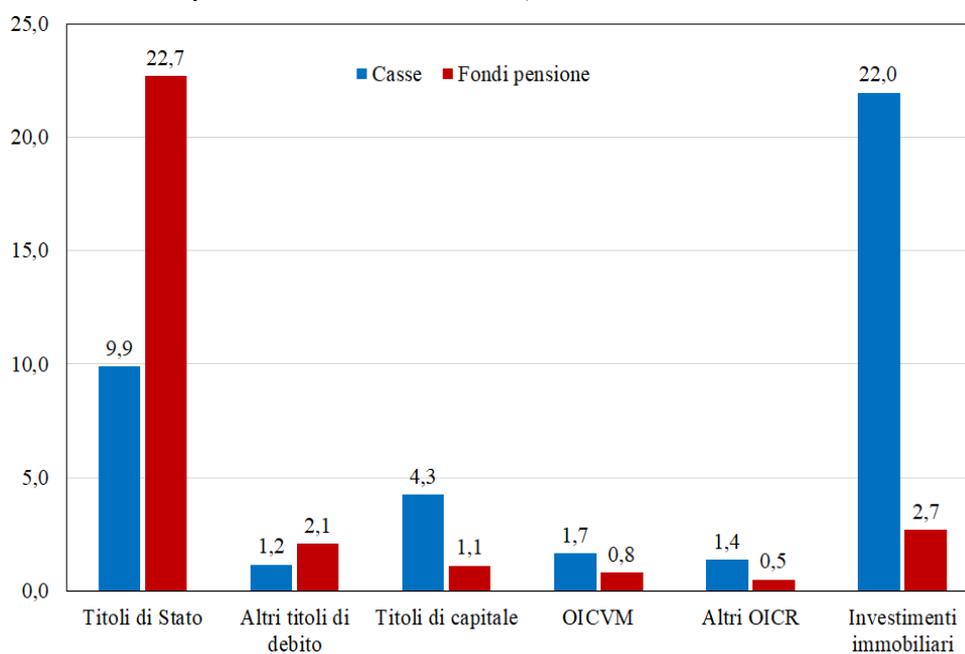
- nelle Casse gli OICVM costituiscono ora la principale classe di attivo (circa il 25 per cento) mentre il peso degli investimenti immobiliari, ancorché in costante riduzione negli ultimi anni, resta al di sopra del 20 per cento del totale (circa il 23 per cento); seguono i titoli di debito (circa il 22 per cento, di cui circa tre quarti costituiti da titoli di Stato) e i titoli di capitale (circa il 10 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 (circa il 18 per cento) e dagli OICVM (circa il 13 per cento). Gli investimenti immobiliari costituiscono, invece, una componente residuale (meno del 3 per cento) e per lo più concentrati nei Fondi pensione preesistenti.

Per quanto riguarda le risorse allocate in Italia al 31 dicembre 2017 (cfr. Tav. 12), si osserva che:

- **le Casse hanno investito nell'economia italiana 34,4 miliardi di euro (40,3 per cento delle attività totali);** di cui:
 - 18,7 miliardi di euro (22 per cento delle attività totali) costituiti da investimenti immobiliari;
 - 8,4 miliardi di euro (9,9 per cento delle attività totali) investiti in titoli di Stato;
 - 4,6 miliardi di euro (5,5 per cento delle attività totali) sono gli impieghi in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 1 miliardo in obbligazioni e 3,6 miliardi in azioni;
 - 2,6 miliardi di euro (3,1 per cento delle attività totali) di quote di OICR.
- **i Fondi pensione hanno investito nell'economia italiana 38,3 miliardi di euro (29,9 per cento delle attività totali);** di cui:
 - 29,1 miliardi di euro (22,7 per cento dell'attivo netto) investiti in titoli di Stato;
 - 3,4 miliardi di euro (2,7 per cento dell'attivo netto) sono costituiti da investimenti immobiliari;
 - 4,1 miliardi di euro (3,2 per cento dell'attivo netto) sono gli impieghi in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 2,7 miliardi in obbligazioni e 1,4 miliardi in azioni;
 - 1,6 miliardi di euro (1,3 per cento dell'attivo netto) di quote di OICR.

Al netto dei titoli di Stato e della componente immobiliare, e senza tener conto delle quote del capitale di Banca d'Italia sottoscritte dalle Casse per circa 1 miliardo di euro e dai Fondi pensione per circa 240 milioni, le **risorse finanziarie destinate alle imprese italiane possono essere calcolate in 10,7 miliardi di euro, in crescita di circa 1,9 miliardi rispetto al 2016;** tale importo è costituito per circa 3,7 miliardi (3,3 nel 2016) da strumenti obbligazionari, 3,8 miliardi (2,8 nel 2016) da strumenti azionari e 3,2 miliardi (2,7 nel 2016) 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 0,34 per cento.

Casse e Fondi pensione. Investimenti domestici⁽¹⁾
(dati di fine 2017; valori in percentuale delle attività totali)



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

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

Avuto riguardo al modello gestionale impiegato per l'investimento delle risorse (cfr. Tav. 13), nel 2017 le **attività gestite in forma diretta** totalizzano **68,5 miliardi** di euro, **l'80,3 per cento** del totale (in aumento di 1 punto percentuale rispetto al 2016); nell'ambito della gestione diretta, le quote di OICR ne costituiscono oltre la metà incrementandosi di circa 5 punti percentuali rispetto al 2016.

Le **attività conferite in gestione attraverso mandati** affidati a intermediari specializzati ammontano a **16,8 miliardi** di euro, il **19,7 per cento** del totale (in diminuzione di 1 punto percentuale rispetto al 2016). Le attività gestite in convenzione fanno capo a 42 gestori. Circa la metà delle suddette risorse è appannaggio di 5 gestori con percentuali di *asset under management* tra il 5,4 e il 16,2 per cento; il resto è distribuito tra 37 gestori con percentuali che oscillano tra un minimo dello 0,3 e un massimo del 4,9 per cento delle risorse.

Tav. 13

Casse. Ripartizione delle attività per modalità di gestione

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

	2016		2017	
	Importi	%	Importi	%
Gestione diretta	63.432	79,3	68.515	80,3
- di cui: quote di OICR	29.822	37,3	36.197	42,4
Gestione indiretta tramite mandati	16.601	20,7	16.820	19,7
Totale attività	80.033	100,0	85.335	100,0

Osservando la composizione delle attività nell'ambito delle due modalità di gestione emergono rilevanti differenze (cfr. Tav. 14). Nella **gestione diretta**, in cui risultano peraltro ricomprese in misura significativa anche le "altre attività" (7,3 miliardi di euro, pari al 10,6 per cento, per lo più costituiti da crediti di natura contributiva), è comunque preponderante il ricorso **all'investimento in OICR: 36,2 miliardi** di euro, pari al **52,8 per cento** delle attività totali, costituiti da quote di OICVM per 19,4 miliardi e di altri OICR per 16,8 miliardi (di cui 13,6 fondi immobiliari). Sono inoltre presenti titoli di Stato per il 12 per cento e immobili di proprietà per il 7,4 per cento; il complesso degli altri titoli di debito e dei titoli di capitale si attesta solo al 7,1 per cento.

La **gestione indiretta tramite mandati** è per il **34,7 per cento**, 5,8 miliardi di euro, investita in **titoli di Stato**; gli altri titoli di debito corrispondono al 20,3 per cento, per l'intero quotati. I titoli di capitale pesano per il 28,6 per cento e sono anch'essi integralmente quotati. Le quote di OICVM hanno un'incidenza del 12,9 per cento; marginale è il peso degli altri OICR (1,3 per cento), per quasi la totalità costituiti da quote di fondi immobiliari.

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

	2016				2017			
	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%
Attività								
Liquidità	6.269	9,9	430	2,6	5.739	8,4	386	2,3
Titoli di Stato	8.345	13,2	6.070	36,6	8.237	12,0	5.833	34,7
Altri titoli di debito	2.245	3,6	2.866	17,3	1.598	2,3	3.407	20,3
Titoli di capitale	3.057	4,8	4.633	27,9	3.300	4,8	4.803	28,6
OICVM	14.350	22,6	2.397	14,4	19.390	28,3	2.165	12,9
Altri OICR	15.472	24,4	197	1,2	16.806	24,5	216	1,3
- di cui: fondi immobiliari	12.504	19,7	190	1,1	13.551	19,8	185	1,1
Immobili	5.824	9,2	-	-	5.087	7,4	-	-
Part. in società immobiliari	533	0,8	-	-	531	0,8	-	-
Polizze assicurative	465	0,7	-	-	539	0,8	-	-
Altre attività	6.871	10,8	8	..	7.287	10,6	10	0,1
Totale attività	63.432	100,0	16.601	100,0	68.515	100,0	16.820	100,0

Le attività per le quali risulta presente un **depositario** ammontano a **30,2 miliardi di euro**, pari al **35,4 per cento** del totale (34,1 nel 2016). Di queste, **16,6 miliardi** si riferiscono alle attività gestite tramite mandati, rappresentandone quasi la totalità.

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, sul processo di impiego delle risorse disponibili e sul controllo della gestione finanziaria consente di svolgere – analogamente a quanto fatto in precedenza per i dati acquisiti sulla composizione delle attività detenute – alcune considerazioni sull'intero sistema delle Casse dal punto di vista degli assetti regolamentari e organizzativi in materia di investimenti.

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

Pur valutando favorevolmente lo sforzo compiuto dalle Casse nel dotarsi di una propria regolamentazione interna in materia di investimenti, deve tuttavia rilevarsi come la circostanza che le suddette previsioni non risultino per esse cogenti ne abbia comportato una significativa rielaborazione, riconducibile all'autonomia decisionale delle Casse medesime. Ne consegue che **gli assetti regolamentari si presentano allo stato assai variegati e i documenti che li definiscono risultano assai diversificati quanto a struttura e contenuti**. In alcuni casi, tali documenti si limitano a disciplinare profili meramente procedurali; in altri, si limitano a indicare 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 porre in essere), facendo quindi rinvio alla predisposizione di ulteriori elaborati (tipicamente, il Documento sulla politica di investimento).

Si registra, in diversi casi, la coesistenza di più documenti che a vario titolo trattano il tema degli investimenti, talvolta senza il necessario coordinamento, con conseguente scarsa chiarezza complessiva, incongruenze e duplicazioni di contenuti. Tale frammentazione documentale in materia di investimenti è altresì accentuata dalla presenza di specifici elaborati attuativi di talune previsioni normative proprie delle Casse, 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 dalla Legge 122/2010.

In tale contesto, è utile evidenziare – in chiave di progressiva evoluzione – l'esigenza che gli elementi caratteristici della politica di investimento perseguita da una Cassa siano allocati in un apposito elaborato. Infatti, i documenti volti a disciplinare profili meramente procedurali della gestione finanziaria devono essere depurati di quegli eventuali contenuti attinenti agli elementi sopra richiamati, consentendone quindi l'effettiva focalizzazione sui soli profili, appunto, procedurali (ed evitandone i frequenti aggiornamenti necessitati dall'evoluzione

della politica di investimento perseguita, con conseguente ripristino della tendenziale stabilità che deve caratterizzare siffatti documenti).

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, adeguatamente regolati in appositi documenti, costituisce infatti di per sé un contributo all'innalzamento del livello di qualità dei processi decisionali e all'accrescimento della capacità di gestione dei rischi. In questa prospettiva, peraltro, la già richiamata Direttiva IORP II pone a carico dei Fondi pensione specifici obblighi, a miglior presidio della solidità ed efficienza degli stessi.

Anche gli assetti organizzativi in materia di investimenti risultano variamente articolati, anche in funzione della accentuata diversità della dimensione delle attività detenute e della complessità della politica di investimento perseguita. In taluni casi, sono stati rilevati elementi di inadeguatezza.

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

Di seguito si riportano gli aspetti più significativi emersi dalle informazioni acquisite per il referto ai Ministeri vigilanti sul 2017 (che in alcuni casi hanno peraltro dato evidenza – per i profili in esame – anche delle iniziative adottate nei primi mesi del corrente anno).

A. Disciplina interna in materia di investimenti

- anche se pressoché tutte le Casse (19, due in più rispetto a quanto rilevato per il 2016) risultano dotate di una propria disciplina in materia di investimenti, essa – come rilevato in precedenza – si presenta variamente articolata sotto il profilo della struttura e dei contenuti. Per di più, in alcuni casi questa regolamentazione è stata adottata (anche al fine di assicurare la tracciabilità delle decisioni di investimento) solamente in tempi recenti, con la conseguenza che la relativa implementazione operativa non risulta ancora avviata ovvero realizzata appieno. Di queste Casse, 10 hanno sottoposto i documenti adottati ai Ministeri vigilanti ai sensi dell'art. 3 del Decreto lgs. 509/1994.
- l'unica Cassa (ONAOISI) che non ha ancora adottato una propria disciplina 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 che di recente 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

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

Tali assetti hanno comunque alcuni tratti comuni:

- 16 Casse prevedono la presenza di uno o più organismi consiliari consultivi che presentano una composizione piuttosto variegata, pur caratterizzandosi di solito per la partecipazione, oltre che dei consiglieri, dei soggetti – sia interni che esterni – coinvolti nel processo di investimento, perlopiù con funzioni di supporto alle istruttorie di competenza. In 5 di esse sono presenti distinte commissioni competenti per la componente mobiliare e per quella immobiliare (per quest'ultima, talvolta con la sola funzione di esprimersi sulla congruità dei canoni di locazione e dei prezzi di compravendita);
- tutte le Casse dispongono di una struttura interna preposta agli investimenti, connotata dimensionalmente in termini assai variegati e in diversi casi costituita solamente in tempi recenti e quindi non ancora pienamente implementata; 10 dispongono inoltre di una unità organizzativa specificamente dedicata agli investimenti immobiliari;
- 18 Casse si avvalgono di uno (10 Casse) o più *advisor* (8 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. Talune di queste Casse risultano essersi altresì avvalse di ulteriori incarichi consulenziali per l'approfondimento di specifici aspetti (legali, finanziari e fiscali) dell'operatività finanziaria posta in essere. Per completezza va poi aggiunto che 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 richiamate in precedenza.

C. Procedure di affidamento degli incarichi ai soggetti esterni coinvolti nella gestione finanziaria³

- **Gestori:** delle 13 Casse che fanno ricorso a mandati di gestione conferiti a intermediari specializzati, quelle che hanno avviato mandati a partire dal 2012 sono 7. Di queste, 3 risultano aver conferito i mandati secondo le procedure di cui al Decreto lgs. 163/2006 o al Decreto lgs. 50/2016; le altre 4 hanno seguito modalità procedurali diverse (*beauty*

³ In proposito si ritiene utile ricordare che le Casse 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).

contest, valutazione quali-quantitativa sulla base di specifici *database* finanziari). Per completezza va poi aggiunto che una Cassa, la quale ha avviato i mandati prima del 2012, ha comunque seguito le suddette procedure;

- Depositario: delle 9 Casse che si avvalgono di tale servizio, 7 risultano aver conferito l'incarico secondo le procedure di cui al Decreto lgs. 163/2006 o al Decreto lgs. 50/2016; 2 risultano aver conferito l'incarico nel 2009 e nel 2010 sulla base di modalità procedurali diverse;
- Advisor: 18 Casse 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 queste ha anche fatto ricorso a modalità procedurali diverse per l'affidamento dell'incarico – intervenuto nel 2009 – a uno dei due consulenti di cui tuttora si avvale. Delle restanti 2 Casse che risultano aver conferito l'incarico sulla base di modalità procedurali diverse, solamente una vi ha provveduto a partire dal 2012 (per l'altra l'affidamento è infatti intervenuto nel 2009).

D. Modalità di definizione della politica di investimento

- 14 Casse 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.