



# **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 2020**

## **AVVERTENZE**

Nelle tavole sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

- quando il fenomeno non esiste (anche sulla base di stime);
- ..           quando i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Nelle tavole il valore del totale può non corrispondere alla somma dei dati parziali a causa degli arrotondamenti.

## PREMESSA

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

Tale Regolamento interministeriale - che, secondo la previsione legislativa, avrebbe dovuto essere emanato entro sei mesi - purtroppo non è ancora stato adottato, sicché le casse di previdenza risultano gli unici investitori istituzionali ancora affrancati da una regolamentazione unitaria in materia.

Nel più recente periodo, risulta essere stata riavviata la procedura per l'adozione del suddetto Regolamento e, al riguardo, la COVIP non può che evidenziare, ancora una volta, l'importanza di portare rapidamente a completamento tale iter, che consentirebbe di disporre di una cornice normativa oggettivamente utile, alla stregua di quanto accade per tutti gli altri investitori istituzionali, e nel contempo sufficientemente flessibile da consentire ai singoli enti l'adozione di scelte gestionali autonome e responsabili in ragione delle rispettive specificità.

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

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

In un'ottica di rinnovata progettualità per il Paese e di evoluzione dell'offerta di adeguati strumenti finanziari, le casse di previdenza possono svolgere un'azione importante, assumendo iniziative che si inquadrino in un progetto di ampio respiro che abbia il baricentro nella

---

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

promozione della crescita, come il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), ovviamente avendo sempre riguardo, come pietra angolare del proprio operato, all'interesse degli iscritti in una prospettiva di carattere previdenziale.

Nonostante il quadro normativo risulti ancora incompleto, la COVIP ha comunque svolto in questi anni le proprie funzioni di controllo sugli investimenti delle casse di previdenza trasmettendo dettagliati referti ai Ministeri vigilanti e svolgendo diversi approfondimenti su specifici aspetti della gestione, pure attraverso iniziative di carattere ispettivo.

A tal fine, l'Autorità ha, sin dall'inizio, predisposto un sistema di rilevazione dei dati e delle informazioni che ha consentito di acquisire una conoscenza via via più approfondita della composizione dei patrimoni delle casse di previdenza e dei relativi assetti gestionali e di disporre di un patrimonio informativo sul quale basare l'attività di referto ai Ministeri del Lavoro e dell'Economia.

Tale sistema è ora in fase evolutiva. Al termine di un'ampia procedura di pubblica consultazione, corredata anche di incontri con gli enti del settore, l'Autorità ha infatti messo a punto un nuovo Manuale delle segnalazioni statistiche e di vigilanza delle casse di previdenza che ha i seguenti obiettivi:

- modernizzare il sistema di segnalazioni introdotto all'indomani dell'attribuzione alla COVIP delle competenze in materia (e, quindi, ormai quasi decennale), al fine di migliorare, anche attraverso l'impiego delle tecnologie informatiche ora disponibili, il livello di automazione del sistema stesso, la flessibilità nel suo utilizzo e la qualità dei dati grazie all'implementazione di controlli automatici;
- disporre di più approfonditi elementi di informazione e valutazione che, messi a disposizione dei Ministeri vigilanti nell'ambito dei referti e per far fronte a specifiche richieste degli stessi, possono essere assunti da questi ultimi per l'espletamento delle competenze assegnate dalla legge;
- favorire una migliore consapevolezza da parte delle stesse casse delle caratteristiche dei propri portafogli, con effetti positivi sull'efficienza della gestione delle relative risorse.

In tale opera di modernizzazione, la COVIP ha inteso ripercorrere l'itinerario positivamente seguito nel settore della previdenza complementare, nel quale analogo assetto di segnalazioni è stato già introdotto qualche anno fa, in linea con le migliori pratiche di raccolta dei dati sul portafoglio degli investitori istituzionali internazionalmente adottate. In ciò, anche rassicurata dalla circostanza che – al netto di un iniziale periodo di fisiologico assestamento al nuovo impianto segnaletico – i fondi pensione, anche di dimensioni più piccole, ormai riescono a gestire proficuamente i processi di raccolta, sistematizzazione e trasmissione dei dati e delle informazioni.

Nell'attuare tale percorso evolutivo, sul quale i Ministeri del Lavoro e dell'Economia sono stati informati con continuità, la COVIP – pur partendo, come detto, dall'esperienza nel settore della previdenza complementare – non ha peraltro mancato di tenere conto di alcune specificità che caratterizzano le casse di previdenza, né di acconsentire a un ampio periodo di adeguamento in cui le casse potranno organizzarsi nel modo migliore per rilevare e trasmettere i dati e le informazioni.

A seguito della conclusione della fase preliminare di *test* tecnici che ha visto il coinvolgimento di un campione limitato di casse di previdenza, il nuovo sistema di rilevazione è entrato nella fase operativa con la trasmissione delle prime segnalazioni da parte degli enti segnalanti.

\* \* \*

In questi anni di attività nel settore delle casse di previdenza, la COVIP ha acquisito una importante quantità di dati e di informazioni – che il nuovo sistema di segnalazioni consentirà di accrescere ulteriormente – caratterizzati da un significativo grado di omogeneità. Di tale patrimonio informativo, l’Autorità dà annualmente conto mettendo a disposizione, anche per il tramite del proprio sito *web*, il Quadro di sintesi sugli aspetti più significativi emersi dalle rilevazioni effettuate.

Nel prosieguo si fornisce il quadro aggiornato a fine 2020 degli aspetti più rilevanti che caratterizzano le risorse detenute dalle casse di previdenza, integrando le informazioni aggregate con elementi di dettaglio riferiti ai singoli portafogli. Il Quadro può rappresentare un riferimento informativo utile alla definizione di decisioni in materia di regolazione e di vigilanza di un settore cruciale nell’economia italiana, anche per la natura obbligatoria del risparmio previdenziale che le casse gestiscono.

La sezione 1 illustra le risorse del settore, evidenziandone anche l’evoluzione nel tempo e la distribuzione tra le diverse casse di previdenza. La sezione 2 dà conto della composizione dell’attivo, documentando sia il peso delle diverse componenti nell’aggregato sia la loro variabilità tra casse. La sezione 3 si concentra sugli investimenti delle casse di previdenza nell’economia italiana, anche nel confronto con la previdenza complementare. La sezione 4 documenta la rilevanza quantitativa delle diverse modalità di gestione, mentre agli assetti regolamentari e organizzativi in materia di investimenti è dedicata la sezione 5.



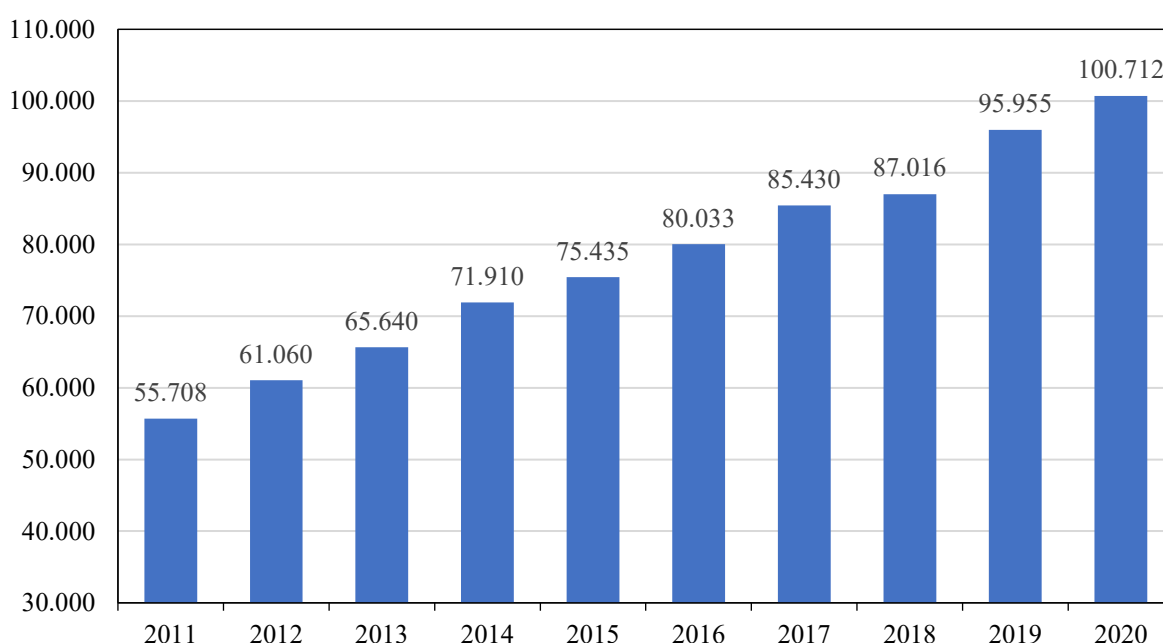
## 1. LE RISORSE DEL SETTORE

Nel periodo compreso fra il 2011 e il 2020, l'attivo totale delle casse di previdenza a valori di mercato è salito da **55,7** a **100,7** miliardi di euro (*cfr. Tav.1*), aumentando su tutto l'arco temporale di osservazione dell'**80,8 per cento**. Su base annuale, la crescita media è stata del **6,8 per cento**.

Tav. 1

### Casse di previdenza. Totale attivo a valori di mercato

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



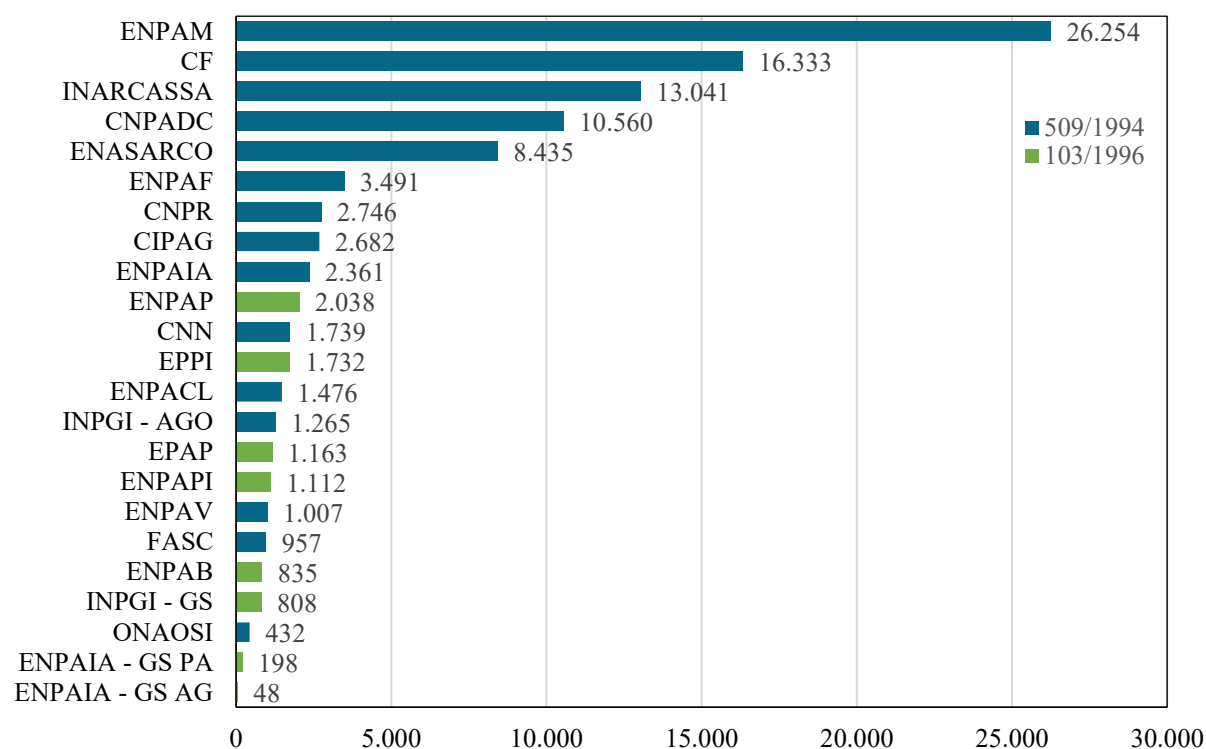
A fronte dei valori aggregati, tra le singole casse di previdenza permangono divergenze, anche ampie, nelle attività e nelle rispettive dinamiche di crescita (*cfr. Tav. 2*). Nelle 5 casse di maggiori dimensioni si concentra il 74,1 per cento dell'attivo totale, in crescita rispetto al 68,6 per cento del 2011 (a ENPAM fa capo il 26,1 per cento del totale, seguono CASSA FORENSE con il 16,2, INARCASSA con il 12,9, CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI con il 10,5 ed ENASARCO con l'8,4); le prime 3 casse raggruppano il 55,2 per cento del totale rispetto al 46,9 del 2011.

Le casse di previdenza più grandi mostrano anche tassi di crescita dell'attivo superiori a quello generale: in particolare, nelle prime 4 casse esso varia dal 7 al 12,6 per cento su base annua; nelle restanti casse l'incremento medio è stato inferiore, pari al 3,6 per cento.

**Tav. 2**

**Totale attivo per singola cassa di previdenza**

(dati di fine 2020; importi in milioni di euro; ordinamento per totale attivo)



Alla diversa dimensione dell'attivo concorrono vari fattori, quali le differenze tra i saldi previdenziali che dipendono dai regimi contributivi e prestazionali, oltre che dalle caratteristiche reddituali e socio-demografiche delle diverse platee di riferimento delle casse di previdenza. Rispetto a una platea complessiva di 1,777 milioni di iscritti e 456.000 pensionati, nel 2020 il flusso complessivo dei contributi al netto delle prestazioni si è attestato a 2 miliardi di euro, facendo registrare una flessione rispetto ai 3,3 miliardi dell'anno precedente. A fronte di 10,3 miliardi (10,7 nel 2019) di contributi incassati, sono state erogate prestazioni per 8,3 miliardi (7,4 nel 2019); sulla diminuzione delle entrate e l'aumento delle uscite pesano le ricadute occupazionali e reddituali della pandemia da Covid-19 nonché le misure straordinarie varate da diverse casse a sostegno dei propri iscritti e pensionati.

Tra le singole casse di previdenza, nelle prime 5 si concentra il 92 per cento del saldo tra contributi e prestazioni, pari a 1,8 miliardi di euro. Per due casse, CASSA GEOMETRI e INPGI – gestione AGO, già da alcuni anni le prestazioni superano i contributi; tra le casse con saldo negativo, nel 2020 si sono aggiunte ENPACL e la gestione separata di INPGI e in misura molto più marginale CASSA NOTARIATO ed ENPAIA (cfr. Tav. 3). In tutti gli altri casi, la

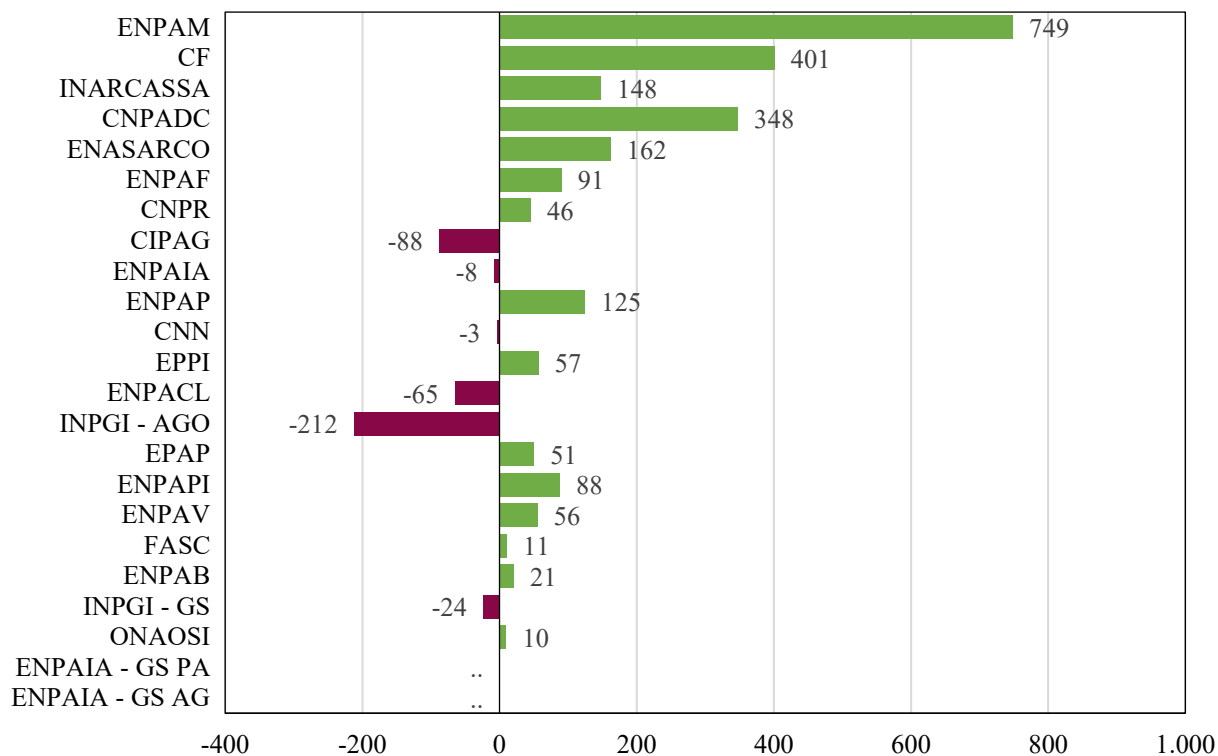


differenza è positiva, con un'ampiezza variabile tra casse e che in rapporto all'attivo varia tra l'**1,1 per cento** (INARCASSA e FASC) e il **7,9 per cento** (ENPAPI).

**Tav. 3**

**Saldo per contributi e prestazioni per singola cassa di previdenza**

*(flussi annuali 2020; importi in milioni di euro; ordinamento per totale attivo)*



## 2. LA COMPOSIZIONE DELL'ATTIVO

### 2.1. Il quadro aggregato

Alla fine del 2020 l'attivo totale delle casse di previdenza a valori di mercato è di **100,7 miliardi** di euro (*cfr. Tav. 4*), crescendo di **4,7 miliardi** rispetto all'anno precedente (il **5 per cento** in più).

**Tav. 4**

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

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

	2019		2020	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità	6.736	7,0	8.297	8,2
Titoli di Stato	15.201	15,8	15.781	15,7
Altri titoli di debito	5.404	5,6	4.295	4,3
- quotati	4.896	5,1	3.910	3,9
- non quotati	508	0,5	386	0,4
Titoli di capitale	8.073	8,4	7.095	7,0
- quotati	6.460	6,7	5.383	5,3
- non quotati	1.613	1,7	1.712	1,7
OICVM	26.910	28,0	29.884	29,7
- di cui: titoli di debito	15.873	16,5	16.316	16,2
- di cui: titoli di capitale	8.700	9,1	11.365	11,3
Altri OICR	20.403	21,3	21.181	21,0
- di cui: fondi immobiliari	15.043	15,7	14.875	14,8
- di cui: fondi di private equity/debt	2.112	2,2	2.686	2,7
Immobili	4.412	4,6	4.179	4,1
Partecipazioni in società immobiliari	528	0,5	521	0,5
Polizze assicurative	582	0,6	591	0,6
Altre attività	7.707	8,1	8.888	8,8
- di cui: crediti contributivi	6.750	7,0	7.785	7,7
<b>Totale attività</b>	<b>95.955</b>	<b>100,0</b>	<b>100.712</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>				
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>19.983</b>	<b>20,8</b>	<b>19.575</b>	<b>19,4</b>
- immobili	4.412	4,6	4.179	4,1
- fondi immobiliari	15.043	15,7	14.875	14,8
- partecipazioni in società immobiliari	528	0,5	521	0,5
<b>Investimenti obbligazionari</b>	<b>36.478</b>	<b>38,0</b>	<b>36.392</b>	<b>36,2</b>
- titoli di Stato	15.201	15,8	15.781	15,7
- altri titoli di debito	5.404	5,6	4.295	4,3
- titoli di debito sottostanti gli OICVM	15.873	16,5	16.316	16,2
<b>Investimenti azionari</b>	<b>16.773</b>	<b>17,5</b>	<b>18.460</b>	<b>18,3</b>
- titoli di capitale	8.073	8,4	7.095	7,0
- titoli di capitale sottostanti gli OICVM	8.700	9,1	11.365	11,3

Per gli OICVM sono riportati i titoli di debito e i titoli di capitale a essi sottostanti (c.d. *look through*); gli ulteriori attivi sottostanti, 2 miliardi di euro per il 2020, sono costituiti per circa il 55 per cento da liquidità, per il 28 per cento da altri OICVM di livello superiore al primo e per la restante parte da altre attività e passività. Tali valori sono stati stimati in base alle informazioni di dettaglio sulla composizione degli OICVM disponibili per circa il 99 per cento degli stessi. Le voci "Investimenti obbligazionari" e "Investimenti azionari" non comprendono gli investimenti effettuati tramite OICR diversi dagli OICVM. Gli importi indicati per il 2019 sono stati aggiornati agli ultimi dati disponibili.

I **titoli di debito** ammontano a 20,1 miliardi di euro, circa 500 milioni in meno rispetto al 2019. Al loro interno, aumentano di 580 milioni i **titoli di Stato**, per un controvalore di 15,8 miliardi a fine 2020. Gli **altri titoli di debito** sono diminuiti da 5,4 a 4,3 miliardi per effetto della riduzione sia delle obbligazioni quotate sia di quelle non quotate scese, rispettivamente, a 3,9 miliardi e 386 milioni a fine 2020.

I **titoli di capitale** sono 7,1 miliardi di euro, quasi 1 miliardo in meno rispetto al 2019; a fronte di un decremento che ha interessato i titoli quotati, diminuiti da 6,5 a 5,4 miliardi, gli investimenti in titoli di capitale non quotati sono cresciuti da 1,6 a 1,7 miliardi.

Le **quote di OICR** totalizzano 51,1 miliardi di euro, 3,8 miliardi in più rispetto al 2019. L'incremento è per quasi 3 miliardi imputabile alle **quote di OICVM**, passate da 26,9 a 29,9 miliardi, e per 780 milioni agli **altri OICR**, saliti da 20,4 a 21,2 miliardi; in quest'ultimo caso, i fondi immobiliari diminuiscono di circa 170 milioni di euro e gli altri OICR di tipo mobiliare, ivi inclusi i fondi di *private equity* e *private debt*, aumentano da 5,4 a 6,3 miliardi.

Riaggregando le componenti dell'attivo tenendo conto dei titoli obbligazionari e azionari sottostanti gli OICVM detenuti (*cf. Tav. 4*), risulta che alla fine del 2020:

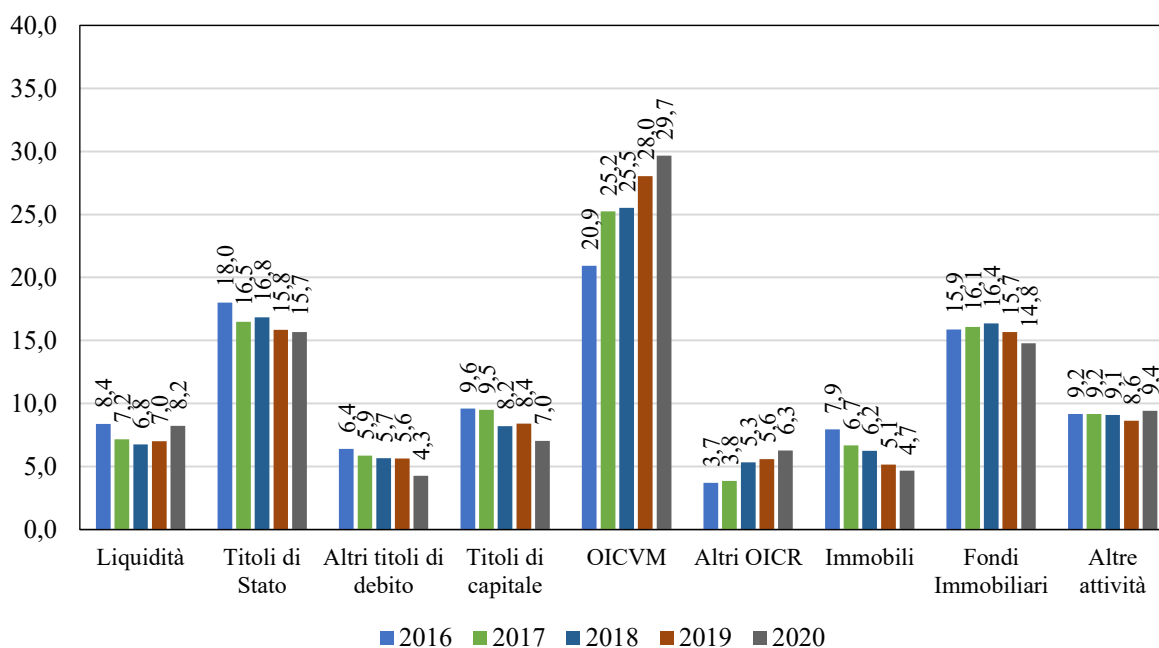
- gli **investimenti immobiliari**, 19,6 miliardi di euro (20 nel 2019), subiscono una flessione in percentuale dell'attivo (19,4 contro 20,8 per cento); tra le diverse componenti, diminuisce l'incidenza delle quote di fondi immobiliari (dal 15,7 al 14,8 per cento) e prosegue la discesa del peso degli immobili detenuti direttamente (dal 4,6 al 4,1 per cento);
- gli **investimenti in titoli di debito**, 36,4 miliardi (36,5 nel 2019), formano il 36,2 per cento dell'attivo con una diminuzione di 1,8 punti percentuali rispetto al 2019; tra le diverse componenti, diminuiscono sia gli investimenti diretti (dal 21,4 al 20 per cento) che quelli sottostanti gli OICVM (dal 16,5 al 16,2 per cento);
- gli **investimenti in titoli di capitale**, 18,5 miliardi di euro (16,8 nel 2019), costituiscono il 18,3 per cento dell'attivo, in aumento rispetto al 17,5 del 2019; a fronte di un aumento degli investimenti sottostanti gli OICVM (dal 9,1 all'11,3 per cento) si registra una riduzione degli investimenti diretti (dall'8,4 al 7 per cento).

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

- la riduzione degli **investimenti immobiliari**. Questi ultimi, comprensivi anche delle quote di fondi immobiliari, sono passati dal 23,8 per cento del 2016 al 19,4 del 2020 ancorché, in valore assoluto, il totale complessivo resti rilevante (19,6 miliardi di euro rispetto ai 19 del 2016);
- la diminuzione dei **titoli di Stato**, dal 18 per cento del 2016 al 15,7 del 2020; è scesa anche la quota degli **altri titoli di debito** dal 6,4 al 4,3 per cento;
- l'aumento rilevante delle quote di **OICR** che, considerate al netto dei fondi immobiliari, salgono dal 24,6 per cento del 2016 al 36 del 2020;
- la diminuzione dei **titoli di capitale**, dal 9,6 per cento del 2016 al 7 del 2020.

### 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 **19,6 miliardi** di euro; l'incidenza sul totale dell'attivo è del 19,4 per cento rispetto al 20,8 del 2019.

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

Gli **immobili di proprietà** delle casse di previdenza risultano pari a **4,2 miliardi** di euro, il 4,1 per cento delle attività; nell'ultimo quinquennio è pertanto proseguita, sebbene con una dinamica meno accentuata, la riduzione sia in valore assoluto, sia in percentuale dell'attivo: 1,7 miliardi di euro in meno, pari a 3,2 punti percentuali, rispetto al 2016.

Per localizzazione geografica e destinazione d'uso prevalente degli immobili non si registrano variazioni rispetto al 2019. Il 67,5 per cento è ubicato nel centro Italia (il 94 per cento di questi si trova a Roma); il 29,6 per cento è localizzato nel nord del Paese (per i due terzi concentrati a Milano). La destinazione d'uso prevalente è quella residenziale (38,5 per cento), seguita da uso uffici (28 per cento), strumentale (13,1 per cento) e commerciale (11,4 per cento).

Nell'ultimo quinquennio, alla riduzione degli immobili detenuti direttamente si è accompagnato l'aumento dei conferimenti a favore di fondi immobiliari (di cui la cassa di previdenza è di norma l'unico quotista). Anche per effetto di tali operazioni, i **fondi immobiliari** costituiscono la componente maggioritaria degli investimenti immobiliari delle casse di previdenza, **14,9**

**miliardi** di euro. Se confrontati con il dato di fine 2016 emerge un aumento in valore assoluto di circa 2,2 miliardi di euro sebbene il peso percentuale di tale componente risulti in diminuzione (-1,1 punti percentuali).

È ubicato in Italia l'87,4 per cento degli immobili sottostanti i fondi immobiliari. La destinazione d'uso prevalente è uffici (51,4 per cento), seguita da residenziale (19,2 per cento) e commerciale (15,8 per cento).

Completano il quadro le **partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse di previdenza** che ammontano a **521 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 **36,4 miliardi** di euro; essi costituiscono il 36,2 per cento delle attività, in diminuzione rispetto al 38 per cento del 2019.

Senza considerare quelli sottostanti gli OICVM, in **titoli di debito sono investiti 20,1 miliardi** di euro, corrispondenti al 20 per cento delle attività; l'incidenza diminuisce rispetto al 21,4 per cento del 2019. 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 **15,8 miliardi** di euro:

- costituiscono il **15,7 per cento** dell'attivo, percentuale stabile rispetto al 2019;
- per l'**80,4 per cento** sono formati da **emittenti sovrani dell'Area dell'euro**, 5,2 punti percentuali in più rispetto al 2019; di questi i titoli italiani costituiscono il 62,5 per cento, circa 6 punti percentuali in meno del 2019. I titoli degli altri Paesi dell'Unione europea salgono dall'8,2 all'8,8 per cento. Sono in diminuzione dal 12,7 al 6,7 per cento i titoli degli Stati Uniti mentre quelli del debito pubblico giapponese sono sostanzialmente stabili e pari allo 0,6 per cento; aumentano dall'1,6 al 2,2 per cento anche i titoli di Stati non aderenti all'OCSE.

Gli **altri titoli di debito**, pari a **4,3 miliardi** di euro:

- corrispondono al **4,3 per cento** dell'attivo, diminuendo dal 5,6 per cento del 2019;
- per il **45 per cento** sono emissioni di **residenti in Paesi dell'Area dell'euro**, in calo di 2,8 punti percentuali rispetto al 2019. I titoli degli altri Paesi dell'Unione europea scendono dal 12,3 al 10,8 per cento. Aumenta dal 29,9 al 31,6 per cento la quota di titoli emessi da residenti negli Stati Uniti mentre quelli giapponesi salgono dallo 0,6 all'1,1 per cento; aumentano dal 3 al 4,3 per cento anche i titoli dei residenti in Paesi non aderenti all'OCSE;
- per il **45,4 per cento** (48,1 nel 2019) sono emessi da **imprese finanziarie**;
- per il **91 per cento** (90,6 nel 2019) sono **quotati**.

Gli **investimenti obbligazionari sottostanti gli OICVM** ammontano a **16,3 miliardi** di euro, il 16,2 per cento delle attività, in leggera diminuzione rispetto al 2019.

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

- è per il **62,7 per cento** costituito da **titoli corporate** (61,6 per cento nel 2019), di cui circa due quinti concentrati nel settore finanziario;
- è investito per il **32,2 per cento** in **Paesi dell'Area dell'euro** (34 nel 2019), per il 30 per cento negli Stati Uniti (28,2 nel 2019) e per il 18,5 per cento nei Paesi non aderenti all'OCSE (20,2 per cento nel 2019).

### ***Investimenti azionari***

I **titoli azionari**, ivi inclusi quelli sottostanti gli OICVM detenuti dalle casse di previdenza, totalizzano **18,5 miliardi** di euro; essi costituiscono il 18,3 per cento delle attività, salendo dal 17,5 del 2019.

Senza considerare quelli sottostanti gli OICVM, i **titoli di capitale** ammontano a **7,1 miliardi** di euro, il 7 per cento delle attività, in diminuzione di 1,4 punti percentuali dall'anno precedente. Di questi, 1,3 miliardi sono costituiti da quote del capitale della Banca d'Italia.

Più in dettaglio:

- il **70,1 per cento** (62,7 nel 2019) è investito nell'**Area dell'euro**. Gli Stati Uniti si attestano al 16,9 per cento (19,2 nel 2019) mentre diminuiscono le quote degli altri Paesi dell'Unione europea dal 4,4 al 3 per cento e gli investimenti in titoli del Giappone dal 4,7 al 3,9 per cento; scendono dal 4,1 all'1,3 per cento anche i titoli di Paesi non aderenti all'OCSE;
- il **38 per cento** (34,5 nel 2019) fa capo al **settore finanziario**; il settore energetico si riduce dall'11,4 al 9,6 per cento ed il settore sanitario dal 5,8 al 2,3 per cento; aumenta, invece, il settore dei beni di consumo non ciclici dal 4,6 all'8,4 per cento; stabili le *utilities* al 15,7 per cento.

Gli **investimenti azionari sottostanti gli OICVM** ammontano a **11,4 miliardi** di euro, l'11,3 per cento delle attività, 2,2 punti percentuali in più rispetto al 2019.

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

- è investito per il **31,5 per cento** (28,9 nel 2019) negli **Stati Uniti**; segue il gruppo di Paesi non aderenti all'OCSE, che si attesta al 22,4 per cento (20,9 nel 2019), e l'Area dell'euro con il 21,5 per cento, in calo dal 26,5 del 2019;
- è costituito da azioni del settore dei **beni di consumo** per una quota del **22,9 per cento** (22,5 nel 2019). Seguono l'*information technology* con il 19,9 per cento (15 nel 2019), il settore finanziario con il 15,6 per cento (17,2 nel 2019) e l'industriale con l'11,9 per cento (11,3 nel 2019).

## ***OICR diversi dagli OICVM***

Gli **OICR diversi dagli OICVM** ammontano a **21,2 miliardi** di euro, il **21 per cento** delle attività totali (in diminuzione di 0,3 punti percentuali rispetto al 2019); per essi sussistono inoltre 4,9 miliardi di euro di residui impegni di sottoscrizione.

Più in dettaglio:

- **14,9 miliardi** sono costituiti da **fondi immobiliari** (70,2 per cento del totale). Il 95,3 per cento fa capo a fondi di tipo chiuso e il 90,8 a fondi di diritto italiano; più dei tre quarti fa capo a 5 gestori. Più dei quattro quinti del totale dei fondi immobiliari è riferibile a strumenti detenuti da una cassa integralmente o quasi, quale conseguenza delle sopra richiamate operazioni di apporto di cespiti di proprietà. Nei portafogli delle casse sono complessivamente presenti 105 strumenti finanziari di tal genere;
- **6,3 miliardi** sono costituiti da **fondi diversi da quelli immobiliari** (29,8 per cento); di questi, i fondi di *private equity* totalizzano 1,9 miliardi e quelli di *private debt* 0,8 miliardi. Il 73,3 per cento del totale fa capo a fondi di tipo chiuso e il 70,6 a fondi di diritto estero; i due quinti è di pertinenza dei primi 5 gestori. Circa un quinto dei fondi diversi da quelli immobiliari è riferibile a strumenti detenuti da una cassa integralmente o quasi. Nei portafogli delle casse sono complessivamente presenti 298 strumenti finanziari di tal genere.

## ***Altre componenti***

Nelle attività complessivamente detenute dalle casse di previdenza figurano inoltre **liquidità** – comprensiva anche dei crediti per operazioni di pronti contro termine e dei depositi bancari – per 8,3 miliardi di euro (8,2 per cento del totale, 1,2 punti percentuali in più rispetto al 2019); **polizze assicurative** per 591 milioni (0,6 per cento), di cui 513 di ramo V, 32 di ramo III e 46 di ramo I, e **altre attività** per 8,9 miliardi (8,8 per cento), di cui 7,8 miliardi rappresentativi di **crediti di natura contributiva**, incidono sull'attivo totale per una percentuale che complessivamente registra un aumento di 1,9 punti rispetto al 2019.

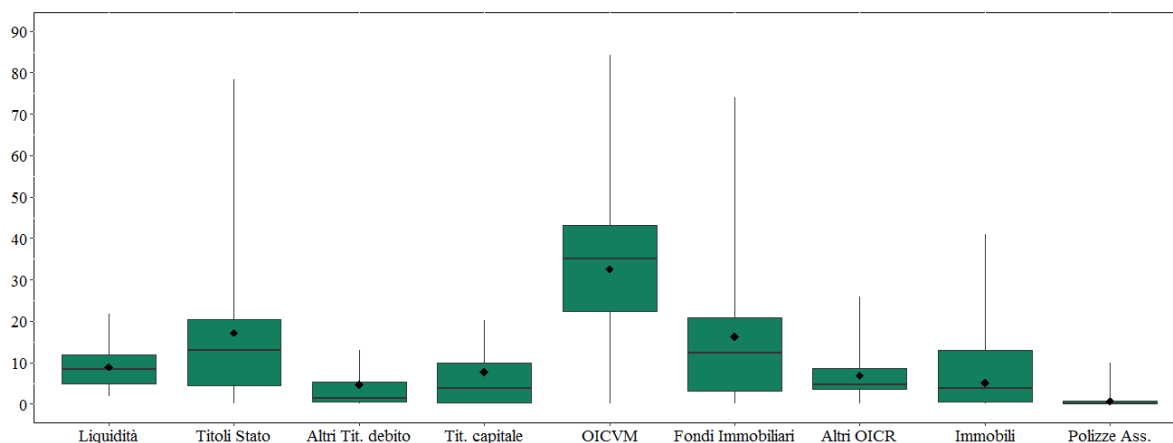
Le suddette **altre attività** comprendono anche 33,4 milioni di euro rappresentativi del saldo del valore di mercato degli strumenti finanziari derivati attivi e passivi impiegati da 6 casse, principalmente con finalità di copertura del rischio di cambio riferito a investimenti denominati in divisa diversa dall'euro.

## 2.2. I portafogli delle casse di previdenza

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 2020; valori percentuali)



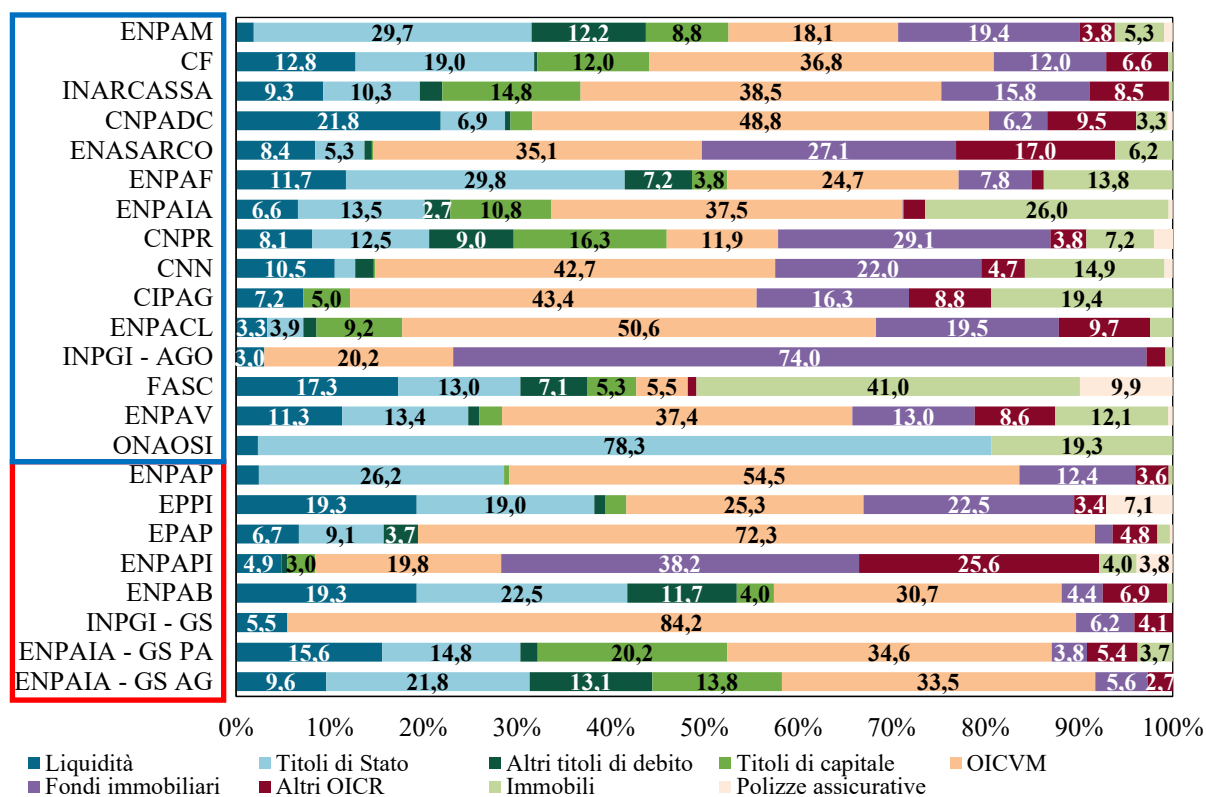
Per ciascuna cassa, il peso delle singole componenti è calcolato sul totale delle attività investite. Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce “Immobili”. Il punto evidenziato in grassetto rappresenta la media ponderata.

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 (**0-78 per cento**, la metà dei casi con percentuali comprese tra il **4** e il **20 per cento**), per gli OICVM (**0-84 per cento**, la metà dei casi tra il **22** e il **43 per cento**). Mostrano una dispersione elevata anche i fondi immobiliari (**0-74 per cento**, la metà dei casi tra il **5** e il **21 per cento**) e gli immobili, comprensivi delle partecipazioni in società immobiliari controllate (**0-41 per cento**, la metà dei casi compresi tra l’**1** e il **13 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).

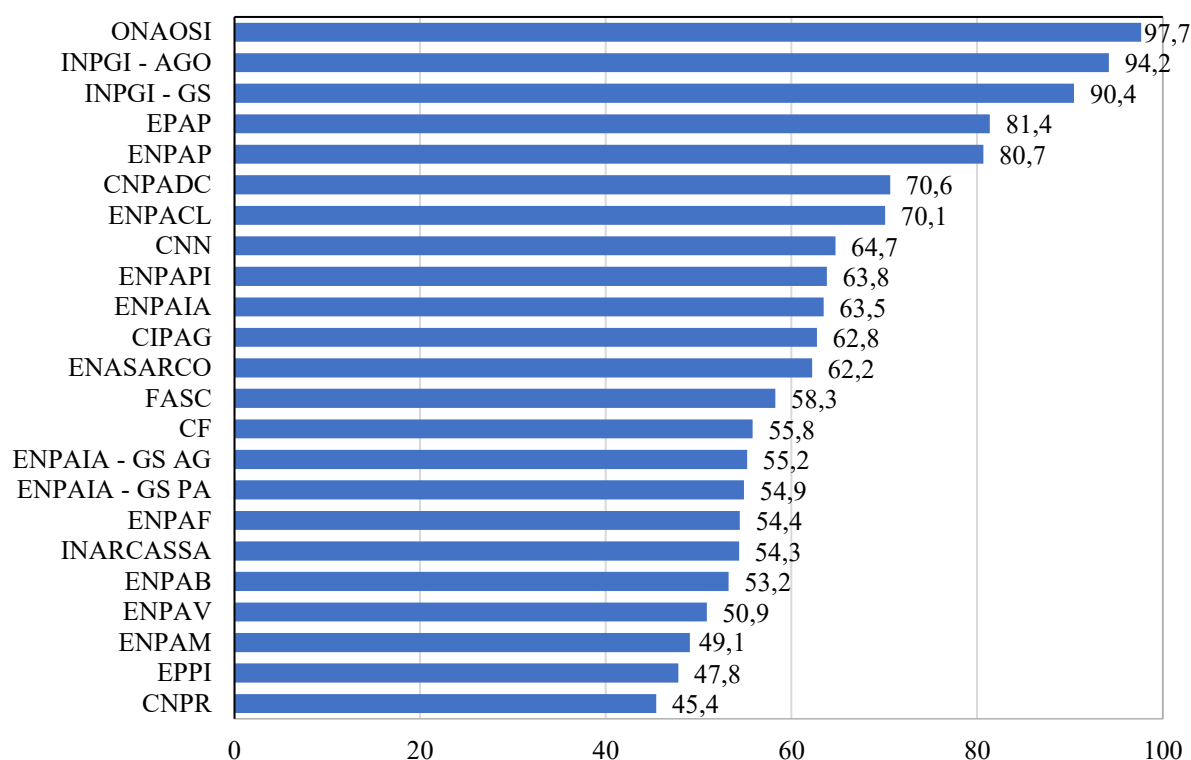


**Casse di previdenza. Attività investite suddivise per componenti**  
(dati di fine 2020; valori percentuali)



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

Ulteriori elementi sulle caratteristiche della gestione finanziaria delle singole casse di previdenza possono essere tratti confrontando il peso delle prime due componenti delle attività investite sul totale (cfr. Tav. 8). Ne emerge un'ampia variabilità, dal 45,4 per cento di CASSA RAGIONIERI al 94,2 per cento di INPGI – gestione AGO fino al 97,7 per cento di ONAOISI.

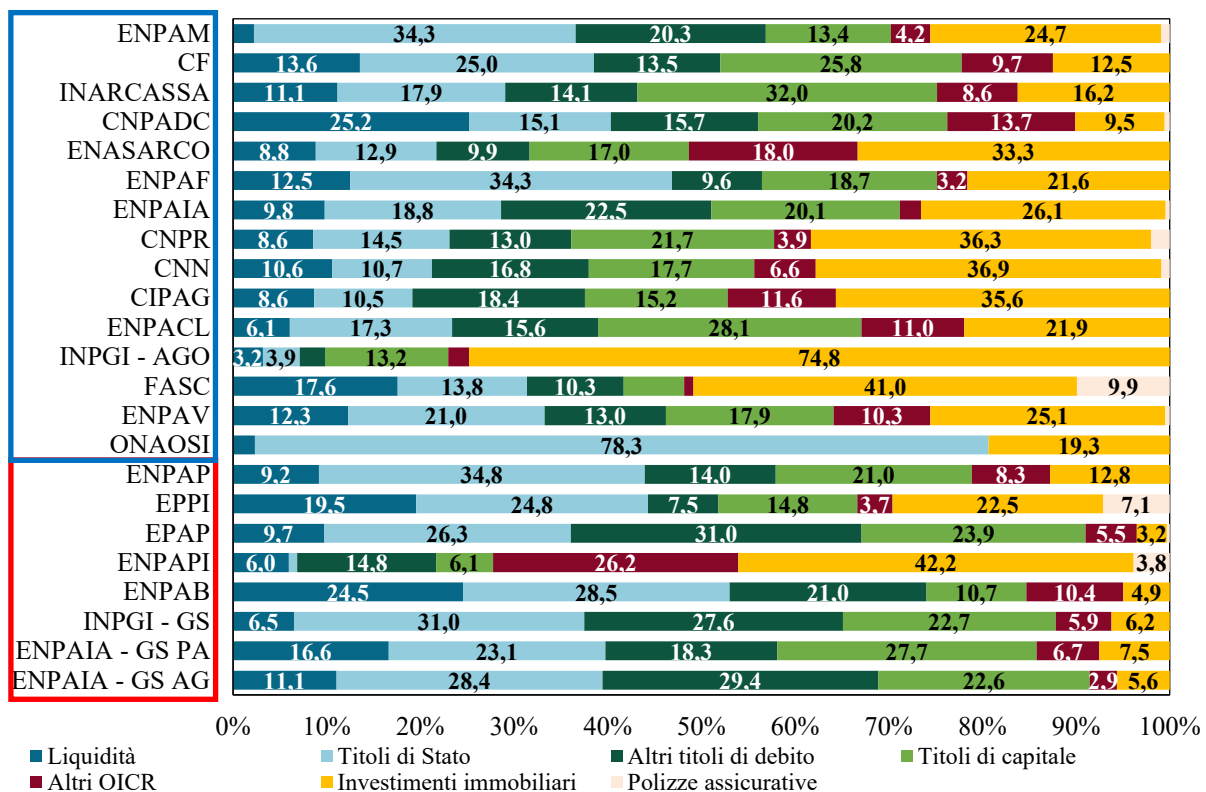
**Casse di previdenza. Attività investite. Peso delle prime due componenti***(dati di fine 2020; valori percentuali)*

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

Tra le diverse componenti delle attività investite un peso crescente stanno assumendo gli OICR che, a loro volta, comprendono al loro interno diverse classi di attività. L'analisi svolta sopra 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 come classe a sé stante.

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

**Casse di previdenza. Attività investite suddivise per componenti (con *look-through* degli OICVM)**  
(dati di fine 2020; valori percentuali)

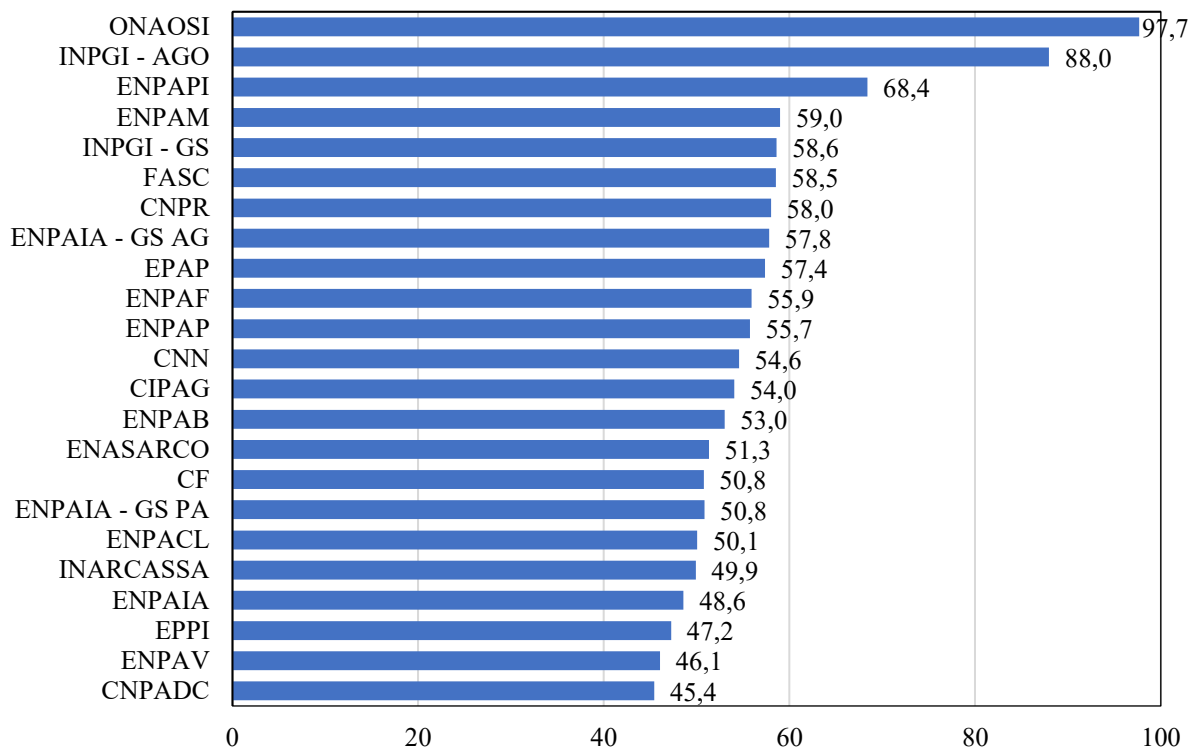


Per ciascuna cassa, gli OICVM sono stati scomposti in base alle classi di attività sottostanti (c.d. *look through*). Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Investimenti immobiliari". Le casse di cui al Decreto lgs. 509/1994 (103/1996) sono raggruppate all'interno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

Anche rispetto a tale diverso criterio di ripartizione degli investimenti è utile prestare attenzione al diverso peso sul totale delle prime due classi di attività, individuate nei predetti termini. Tale confronto fornisce risultati in parte diversi rispetto a quelli evidenziati in precedenza: a parte ONAOSI (che non investe in OICR), esso varia dal 45,4 per cento di CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI all'88 per cento di INPGI – gestione AGO (cfr. Tav. 10).

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

(dati di fine 2020; valori percentuali)



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

### 3. GLI INVESTIMENTI NELL'ECONOMIA ITALIANA

Il **risparmio previdenziale** intermediato da casse di previdenza e forme pensionistiche complementari (di seguito, fondi pensione) ha raggiunto dimensioni ragguardevoli. A fine 2020, il totale complessivo delle risorse è di **298,6 miliardi** di euro, il **18,1** per cento del PIL, così suddiviso: 100,7 miliardi fa capo alle casse e 197,9 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, **34,9 miliardi** di euro, costituiscono il **34,6** per cento delle attività totali e risultano in discesa di 1,7 punti rispetto al 2019 (*cfr. Tav. 11*); gli **investimenti non domestici**, **48,1 miliardi**, corrispondono al **47,7** per cento e risultano anch'essi in calo di 0,3 punti percentuali rispetto al 2019.

Completano il quadro delle attività la liquidità, le polizze assicurative e le altre attività che formano nell'insieme il residuo 17,6 per cento. Al netto di tali ultime componenti, su un totale di 82,9 miliardi l'incidenza è, rispettivamente, del **42 per cento** (43 nel 2019) **per gli investimenti domestici** e del **58 per cento** (57 nel 2019) **per quelli non domestici**.

Tav. 11

#### **Casse di previdenza. Investimenti domestici e non domestici**

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

	2019						2020					
	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%
<b>Attività</b>												
Titoli di Stato	7.814	8,1	7.386	7,7	15.201	15,8	7.939	7,9	7.843	7,8	15.781	15,7
Altri titoli di debito	845	0,9	4.559	4,7	5.404	5,6	752	0,7	3.543	3,5	4.295	4,3
Titoli di capitale	4.423	4,6	3.650	3,8	8.073	8,4	4.408	4,4	2.687	2,7	7.095	7,0
OICVM	1.602	1,7	25.309	26,4	26.910	28,0	1.616	1,6	28.268	28,1	29.884	29,7
Altri OICR	15.206	15,8	5.197	5,4	20.403	21,3	15.460	15,4	5.720	5,7	21.181	21,0
- di cui: fondi immob.	13.555	14,1	1.488	1,6	15.043	15,7	13.608	13,5	1.267	1,3	14.875	14,8
Immobili	4.412	4,6	-	-	4.412	4,6	4.179	4,1	-	-	4.179	4,1
Part. in società immob.	528	0,5	-	-	528	0,5	521	0,5	-	-	521	0,5
<b>Totale</b>	<b>34.830</b>	<b>36,3</b>	<b>46.101</b>	<b>48,0</b>	<b>80.931</b>	<b>84,3</b>	<b>34.876</b>	<b>34,6</b>	<b>48.061</b>	<b>47,7</b>	<b>82.937</b>	<b>82,4</b>
Liquidità					6.736	7,0					8.297	8,2
Polizze assicurative					582	0,6					591	0,6
Altre attività					7.707	8,1					8.888	8,8
<b>Totale attività</b>					<b>95.955</b>	<b>100,0</b>					<b>100.712</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>												
<b>Investimenti immob.</b>	<b>18.495</b>	<b>19,3</b>	<b>1.488</b>	<b>1,6</b>	<b>19.983</b>	<b>20,8</b>	<b>18.309</b>	<b>18,2</b>	<b>1.267</b>	<b>1,3</b>	<b>19.575</b>	<b>19,4</b>
- immobili	4.412	4,6	-	-	4.412	4,6	4.179	4,1	-	-	4.179	4,1
- fondi immobiliari	13.555	14,1	1.488	1,6	15.043	15,7	13.608	13,5	1.267	1,3	14.875	14,8
- part. in società immob.	528	0,5	-	-	528	0,5	521	0,5	-	-	521	0,5

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

Nell'ambito degli investimenti domestici, restano predominanti gli **investimenti immobiliari (18,3 miliardi di euro, il 18,2 per cento delle attività totali)** e i **titoli di Stato (7,9 miliardi di euro, il 7,9 per cento delle attività totali)**. Nel confronto con il 2019, l'incidenza sul totale delle attività per la componente immobiliare registra una diminuzione di 1,1 punti percentuali e di 0,2 punti percentuali per i titoli di Stato.

Sono inoltre presenti **titoli di debito e di capitale** per un ammontare complessivo di **5,2 miliardi di euro, pari al 5,1 per cento dell'attivo (5,5 nel 2019)**; a fronte di **titoli di capitale invariati (circa 4,4 miliardi di euro, il 4,4 per cento dell'attivo rispetto al 4,6 del 2019)**, registrano una lieve diminuzione i **titoli di debito (circa 752 milioni, lo 0,7 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 10 casse di previdenza per circa 1,3 miliardi di euro, il 17,5 per cento del capitale della Banca; in quattro casi la sottoscrizione è avvenuta nella massima percentuale consentita dalla normativa vigente.

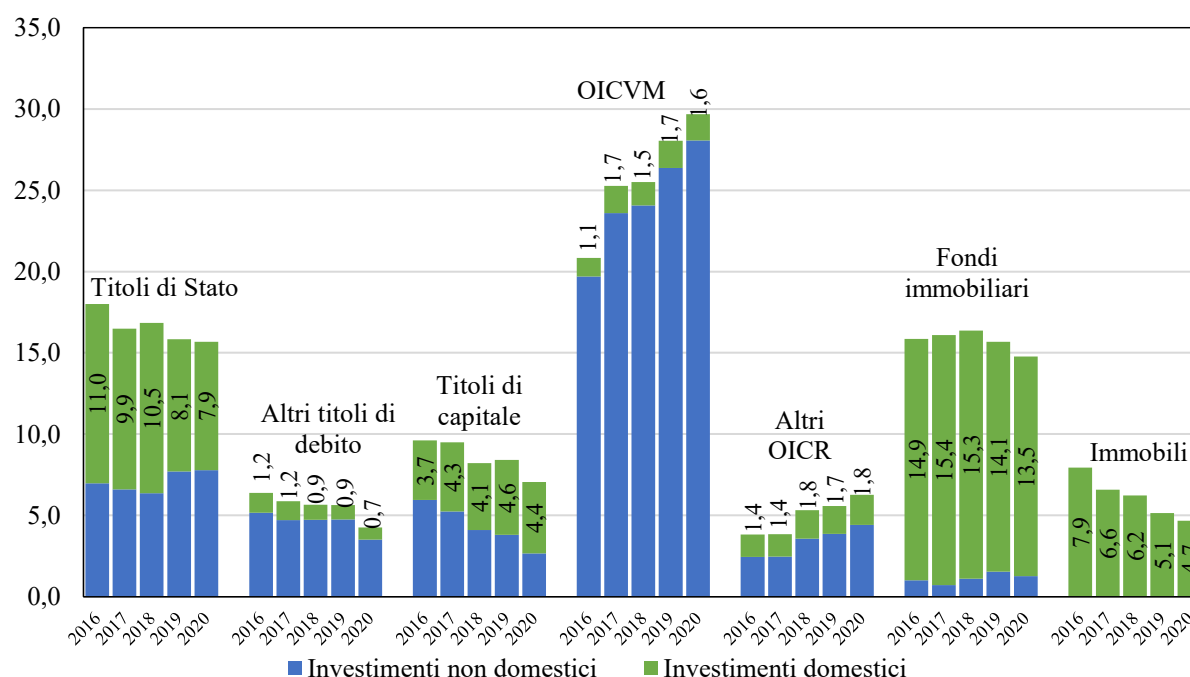
Per quanto riguarda le **quote di OICR diversi dai fondi immobiliari**, esse totalizzano **3,5 miliardi di euro pari al 3,4 per cento delle attività (stabili rispetto al 2019)**.

L'evoluzione nel quinquennio 2016-2020 delle componenti dell'attivo ripartite tra investimenti domestici e non domestici (*cfr. Tav. 12*) mostra che, nell'ambito della quota domestica, si riducono gli immobili (3,2 punti percentuali), i titoli di Stato (3,1 punti percentuali), i fondi immobiliari (1,4 punti percentuali) e gli altri titoli di debito (0,5 punti percentuali); aumenta, invece, l'incidenza dei titoli di capitale (0,7 punti percentuali), delle quote di OICVM (0,5 punti percentuali) e di altri OICR (0,4 punti percentuali).

Tav. 12

**Casse di previdenza. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2016-2020**

(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 **38,6 miliardi** di euro (*cfr. Tav. 13*), corrispondenti al **23,8** per cento dell'ANDP (attivo netto destinato alle prestazioni, pari a 161,8 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 3,1 punti percentuali. **Gli investimenti non domestici** totalizzano **110,5 miliardi** di euro, pari al **68,3** per cento dell'attivo netto, 2,5 punti percentuali in più rispetto al 2019.

Completano il quadro delle attività la liquidità, le polizze assicurative e le altre attività che formano nell'insieme il residuo 7,9 per cento. Al netto di tali ultime componenti, su un totale di 149 miliardi l'incidenza della quota allocata in **Italia** si attesta al **25,9** per cento (29 nel 2019); quella in **Paesi diversi dall'Italia** al **74,1** per cento (71 nel 2019).

Tra gli investimenti domestici, i **titoli di Stato** sono predominanti: **28,4 miliardi** di euro, il **17,5** per cento dell'attivo netto, in diminuzione di 3,1 punti percentuali dall'anno precedente.

**Tav. 13**

### **Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici**

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

	2019						2020					
	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%
<b>Attività e passività</b>												
Titoli di Stato	30.897	20,6	29.557	19,7	60.454	40,2	28.388	17,5	31.859	19,7	60.247	37,2
Altri titoli di debito	2.791	1,9	23.735	15,8	26.525	17,7	3.165	2,0	27.410	16,9	30.574	18,9
Titoli di capitale	1.562	1,0	26.833	17,9	28.395	18,9	1.445	0,9	30.327	18,7	31.772	19,6
OICVM	1.804	1,2	17.699	11,8	19.503	13,0	2.143	1,3	19.371	12,0	21.514	13,3
Altri OICR	1.656	1,1	1.032	0,7	2.689	1,8	2.013	1,2	1.497	0,9	3.510	2,2
- di cui: fondi immob.	1.331	0,9	188	0,1	1.519	1,0	1.611	1,0	211	0,1	1.823	1,1
Immobili	1.489	1,0	-	-	1.489	1,0	1.162	0,7	-	-	1.162	0,7
Part. in società immob.	193	0,1	-	-	193	0,1	251	0,2	-	-	251	0,2
<b>Totale</b>	<b>40.392</b>	<b>26,9</b>	<b>98.856</b>	<b>65,8</b>	<b>139.248</b>	<b>92,7</b>	<b>38.567</b>	<b>23,8</b>	<b>110.463</b>	<b>68,3</b>	<b>149.030</b>	<b>92,1</b>
Liquidità					9.717	6,5					10.759	6,6
Polizze assicurative					1.842	1,2					2.094	1,3
Altre attività e passività					-551	-0,4					-57	..
<b>Totale ANDP</b>					<b>150.256</b>	<b>100,0</b>					<b>161.826</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>												
<b>Investimenti immob.</b>	<b>3.012</b>	<b>2,0</b>	<b>188</b>	<b>0,1</b>	<b>3.201</b>	<b>2,1</b>	<b>3.024</b>	<b>1,9</b>	<b>211</b>	<b>0,1</b>	<b>3.235</b>	<b>2,0</b>
- immobili	1.489	1,0	-	-	1.489	1,0	1.162	0,7	-	-	1.162	0,7
- fondi immobiliari	1.331	0,9	188	0,1	1.519	1,0	1.611	1,0	211	0,1	1.823	1,1
- part. in società immob.	193	0,1	-	-	193	0,1	251	0,2	-	-	251	0,2

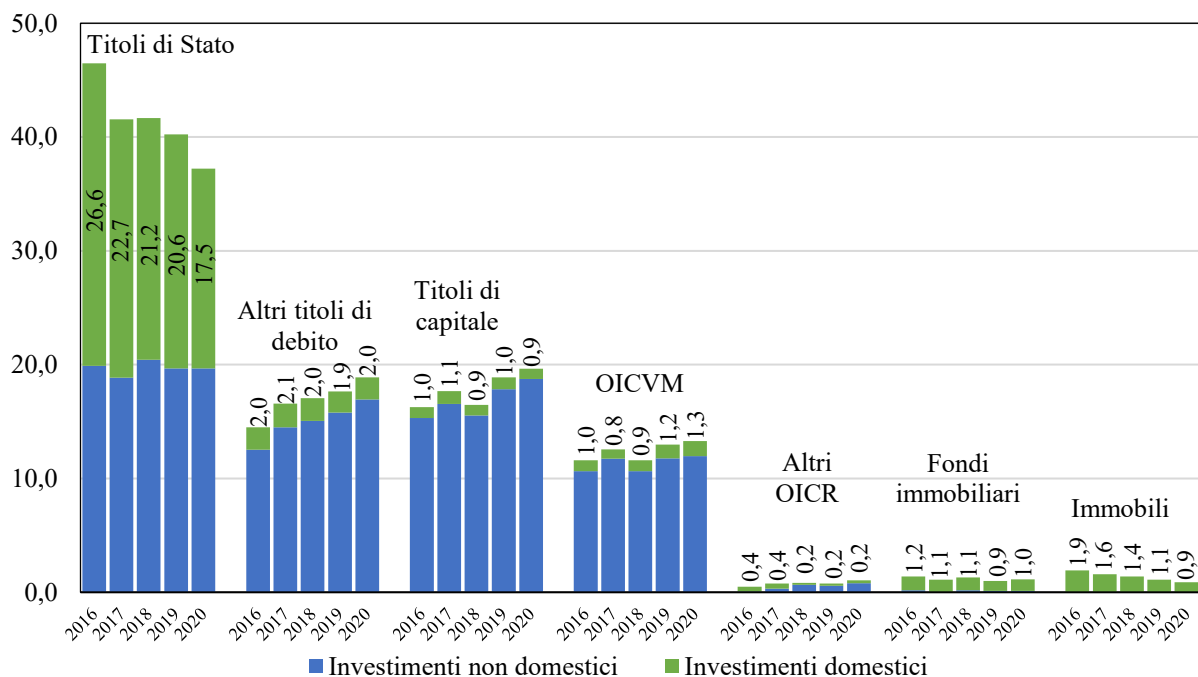
I dati si riferiscono ai fondi pensione negoziali, ai fondi pensione aperti, ai fondi pensione preesistenti e ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo; per i fondi pensione preesistenti, i dati sono relativi ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione. Nel totale del 2019 si include FONDINPS. 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 i fondi immobiliari e gli altri OICR, tale ripartizione è basata sulla domiciliazione in Italia dei fondi stessi.

L'evoluzione nel quinquennio 2016-2020 delle componenti dell'attivo netto ripartite tra investimenti domestici e non domestici (*cf. Tav. 14*) mostra riduzioni generalizzate della quota domestica: diminuisce in modo consistente il peso dei titoli di Stato (9,1 punti percentuali in meno); flessioni si registrano anche per gli immobili (1 punto percentuale); variazioni più marginali per i fondi immobiliari (0,2 punti percentuali), gli altri OICR (0,2 punti percentuali) e i titoli di capitale (0,1 punti percentuali). Aumenti si riscontrano per le sole quote di OICVM (0,3 punti percentuali). Stabili gli altri titoli di debito.

**Tav. 14**

**Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2016-2020**

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



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 2020 delle casse di previdenza e dei fondi pensione emerge che:

- nelle casse di previdenza gli OICVM costituiscono il principale strumento di investimento (29,7 per cento), aumentando in modo consistente negli ultimi anni; seguono i titoli di debito (20 per cento, di cui quasi quattro quinti costituiti da titoli di Stato). Il peso degli investimenti immobiliari, ancorché in costante riduzione, resta comunque significativo (19,4 per cento); a seguire i titoli di capitale (7 per cento);
- nei fondi pensione restano prevalenti i titoli di debito (56,1 per cento del totale dell'attivo netto, di cui poco più di due terzi costituiti da titoli di Stato) seguiti dai titoli di capitale (19,6 per cento) e dagli OICVM (13,3 per cento). Gli investimenti immobiliari costituiscono, invece, una componente residuale (2 per cento) e per lo più concentrati nei fondi pensione preesistenti.

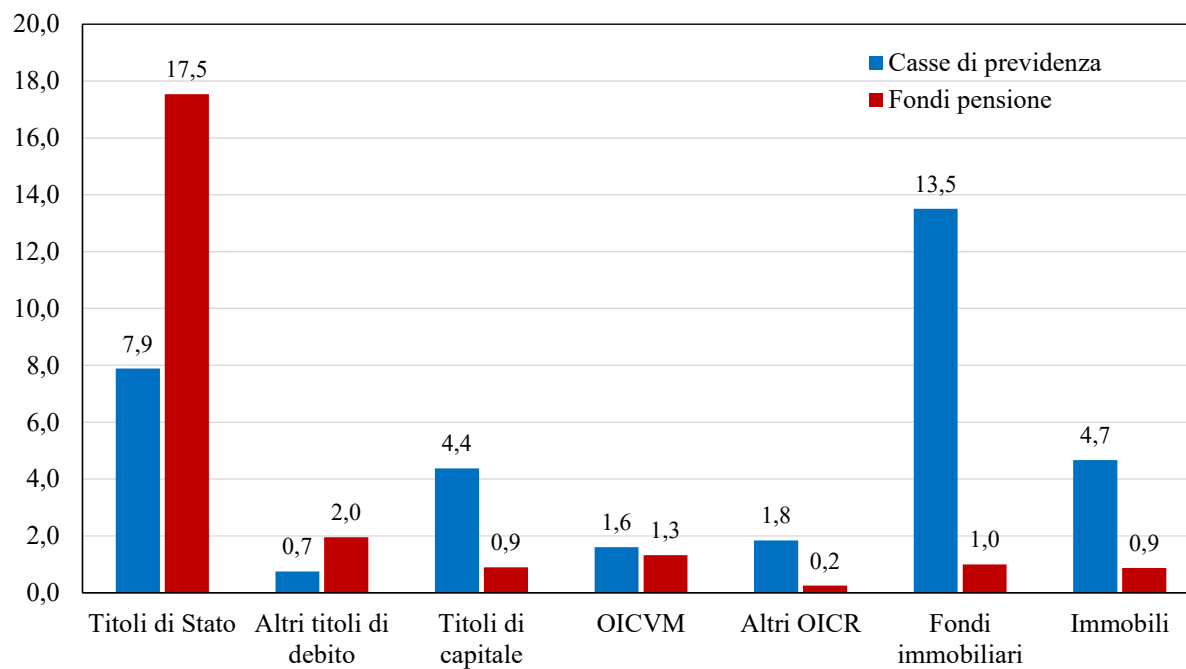
Per quanto riguarda le risorse allocate in Italia al 31 dicembre 2020 (*cf. Tav. 15*), si osserva che:

- **le casse di previdenza hanno investito nell'economia italiana 34,9 miliardi di euro (34,6 per cento delle attività totali);** di cui:
  - 18,3 miliardi (18,2 per cento delle attività totali) in investimenti immobiliari;
  - 7,9 miliardi (7,9 per cento delle attività totali) in titoli di Stato;
  - 5,2 miliardi (5,1 per cento delle attività totali) in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 752 milioni in obbligazioni e 4,4 miliardi in azioni;
  - 3,5 miliardi (3,4 per cento delle attività totali) in quote di OICR.
- **i fondi pensione hanno investito nell'economia italiana 38,6 miliardi di euro (23,8 per cento delle attività totali);** di cui:
  - 28,4 miliardi (17,5 per cento dell'attivo netto) in titoli di Stato;
  - 3 miliardi (1,9 per cento dell'attivo netto) in investimenti immobiliari;
  - 4,6 miliardi (2,9 per cento dell'attivo netto) in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 3,2 miliardi in obbligazioni e 1,4 miliardi in azioni;
  - 2,5 miliardi (1,5 per cento dell'attivo netto) in quote di OICR.

Al netto degli investimenti immobiliari e dei titoli di Stato, questi ultimi depurati anche della componente sottostante gli OICVM, e senza tener conto delle quote del capitale di Banca d'Italia sottoscritte dalle casse di previdenza per circa 1,3 miliardi di euro e dai fondi pensione per circa 280 milioni, le **risorse finanziarie destinate alle imprese italiane possono essere calcolate in 13,1 miliardi di euro (11,8 nel 2019), così suddivisi: 7,3 (6,6 nel 2019) investiti dalle casse di previdenza e 5,8 (5,2 nel 2019) impiegati dai fondi pensione.** Gli investimenti sono costituiti per circa 3,9 miliardi (3,6 nel 2019) da strumenti obbligazionari, 4,3 miliardi (4,5 nel 2019) da strumenti azionari e 4,9 miliardi (3,7 nel 2019) 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 0,42 per cento.

### Casse di previdenza e fondi pensione. Investimenti domestici

(dati di fine 2020; valori in percentuale delle attività totali per le casse di previdenza e dell'attivo netto destinato alle prestazioni per i fondi pensione)



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

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

A fine 2020, le attività finanziarie gestite in forma diretta totalizzano **70,4 miliardi** di euro (cfr. Tav. 16), l'**81,4 per cento** del totale (79,9 nel 2019); nell'ambito della gestione diretta, le quote di OICR ne costituiscono oltre i due terzi incrementandosi di quasi due punti percentuali rispetto al 2019.

Le attività finanziarie gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a **16,1 miliardi** di euro, il **18,6 per cento** del totale (20,1 nel 2019). Le attività gestite in convenzione fanno capo a 25 gestori. Il 63,2 per cento delle suddette risorse è appannaggio di 5 gestori con percentuali di *asset under management* tra il 6,2 e il 21,8 per cento; il resto è distribuito tra 20 gestori con percentuali che oscillano tra un minimo dello 0,1 e un massimo del 6,1 per cento delle risorse.

Tav. 16

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

	2019		2020	
	Importi	%	Importi	%
Gestione diretta	66.083	79,9	70.425	81,4
- di cui: quote di OICR	45.883	55,5	49.605	57,3
Gestione indiretta tramite mandati	16.644	20,1	16.108	18,6
<b>Totale attività finanziarie</b>	<b>82.727</b>	<b>100,0</b>	<b>86.533</b>	<b>100,0</b>

Nel corso degli anni il peso della gestione indiretta tramite mandati è andato progressivamente riducendosi a vantaggio della gestione diretta: da un massimo del 26,8 per cento nel 2013 si è scesi all'attuale 18,6 per cento. Nell'ambito della stessa gestione diretta, la componente costituita dalle quote di OICR è salita in modo ragguardevole passando da circa il 45 per cento del periodo 2011-2014 all'attuale 70,4 per cento. Rispetto a tale ultima componente, alla fine del 2020 l'aggregato formato dai soli OICVM è pari a 28,4 miliardi di euro, di cui 3,8 miliardi costituiscono quote di OICVM dei quali la singola cassa di previdenza è di norma l'unico quotista; tale situazione si verifica per sei casse con percentuali sul totale delle rispettive attività che variano dal 15,6 al 79,8 per cento.

Con riferimento alla tipologia di intermediari a cui sono affidate le risorse in gestione (cfr. Tav. 17), il 18,5 per cento delle attività finanziarie fa capo a intermediari italiani (in diminuzione di 2,4 punti percentuali rispetto al 2019) – 7 SGR e 4 banche (una in meno rispetto all'anno precedente) – che gestiscono rispettivamente 11 e 5 mandati (17 e 7 nel 2019). Il restante 81,5 per cento fa capo a 14 intermediari esteri (4 in meno rispetto all'anno precedente) che gestiscono complessivamente 18 mandati (25 nel 2019). Se si tiene conto della circostanza che taluni degli intermediari residenti in Italia appartengono a gruppi stranieri, la quota gestita dagli operatori esteri sale a circa l'87,6 per cento (in aumento di 1,2 punti percentuali rispetto al 2019).

Tav. 17

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

Tipologia di intermediario	Numero intermediari		Numero mandati		Attività finanziarie in gestione			
	2019	2020	2019	2020	2019		2020	
					Importo	%	Importo	%
Imprese italiane								
SGR	7	7	17	11	2.301	13,8	1.892	11,7
Banche	5	4	7	5	1.173	7,1	1.092	6,8
<b>Totale</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>24</b>	<b>16</b>	<b>3.474</b>	<b>20,9</b>	<b>2.984</b>	<b>18,5</b>
Imprese di altri paesi	18	14	25	18	13.170	79,1	13.124	81,5
<b>Totale</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>49</b>	<b>34</b>	<b>16.644</b>	<b>100,0</b>	<b>16.108</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>								
Attività finanziarie gestite direttamente					66.083		70.425	
<b>Totale attività finanziarie</b>					<b>82.727</b>		<b>86.533</b>	

Nella composizione delle attività finanziarie emergono rilevanti differenze tra le due modalità di gestione (*cfr.* Tav. 18). Nella **gestione diretta**, è comunque preponderante il ricorso **all'investimento in OICR: 49,6 miliardi** di euro, pari al **70,5 per cento**, costituiti da quote di OICVM per 28,4 miliardi e di altri OICR per 21,2 miliardi (di cui 14,9 fondi immobiliari). Sono inoltre presenti titoli di Stato per l'11 per cento; il complesso degli altri titoli di debito e dei titoli di capitale si attesta solo al 7,2 per cento.

Tav. 18

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

	2019				2020			
	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%
<b>Attività</b>								
Liquidità	6.448	9,8	288	1,7	7.970	11,3	326	2,0
Titoli di Stato	8.600	13,0	6.601	39,7	7.775	11,0	8.007	49,7
Altri titoli di debito	1.182	1,8	4.222	25,4	967	1,4	3.329	20,7
Titoli di capitale	3.970	6,0	4.104	24,7	4.109	5,8	2.986	18,5
OICVM	25.603	38,7	1.307	7,9	28.432	40,4	1.452	9,0
Altri OICR	20.280	30,7	122	0,7	21.173	30,1	8	..
- di cui: fondi immobiliari	14.928	22,6	115	0,7	14.875	21,1	-	-
<b>Totale attività finanziarie</b>	<b>66.083</b>	<b>100,0</b>	<b>16.644</b>	<b>100,0</b>	<b>70.425</b>	<b>100,0</b>	<b>16.108</b>	<b>100,0</b>

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 **49,7 per cento** (39,7 nel 2019) pari a 8 miliardi di euro, investita in **titoli di Stato**; gli altri titoli di debito e i titoli di capitale, entrambi integralmente quotati, corrispondono, rispettivamente, al 20,7 e al 18,5 per cento. Le quote di OICVM hanno un'incidenza del 9 per cento (7,9 nel 2019); quasi nullo il peso degli altri OICR.

Le attività finanziarie per le quali è operante un **depositario** ammontano a **39 miliardi di euro**, pari al 45 per cento del totale (43,9 nel 2019): **16 miliardi** si riferiscono alle attività finanziarie conferite in **gestione a intermediari specializzati**, rappresentandone la quasi totalità; i restanti **23 miliardi** si riferiscono ad attività finanziarie in **gestione diretta** di cui rappresentano circa un terzo del totale.

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

L'analisi in chiave aggregata delle informazioni acquisite sulla politica di investimento e sui relativi criteri di attuazione, sull'articolazione del processo di impiego delle risorse e sul controllo della gestione finanziaria consente di svolgere alcune considerazioni sugli assetti regolamentari e organizzativi adottati dalle casse di previdenza in materia di investimenti.

Sugli assetti regolamentari pesa l'assenza di un quadro normativo unitario che ne causa una varietà più ampia di quella che la peculiarità delle singole casse di previdenza potrebbe giustificare.

Se, da una parte, va rilevato che alla mancanza di un quadro normativo completo in materia di gestione finanziaria le casse di previdenza hanno sovente sopperito prendendo a riferimento – per la definizione dei propri assetti regolamentari – la disciplina dei fondi pensione (in particolare, le “*Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento*” adottate dalla COVIP il 16 marzo 2012 e le norme contenute prima nel DM Tesoro 703/1996 e successivamente nel DM Economia 166/2014), dall'altra va tuttavia evidenziato che, non essendo per loro cogenti, le stesse hanno potuto rielaborare tali previsioni di normativa secondaria con ampi gradi di libertà.

La conseguenza è che gli assetti regolamentari si presentano disomogenei e i documenti che li definiscono diversificati quanto a struttura e contenuti. In alcuni casi, tali documenti disciplinano profili organizzativi e procedurali; in altri, esplicitano i criteri da seguire per la definizione di specifici aspetti della gestione finanziaria (ad esempio, la politica di investimento da adottare e il sistema dei controlli da realizzare), facendo talvolta rinvio alla predisposizione di ulteriori elaborati.

La coesistenza di più documenti concernenti la tematica degli investimenti è dovuta anche alla circostanza che talune previsioni normative proprie delle casse di previdenza richiedono la predisposizione di specifici elaborati (come quelli recanti i “criteri di individuazione e di ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti così come indicati in ogni bilancio di previsione” ai sensi dell'art. 3, comma 3, del Decreto lgs. 509/1994, oppure i piani triennali relativi agli impieghi immobiliari da adottare annualmente ai sensi dell'art. 8, comma 15, del Decreto legge 78/2010, convertito con modificazioni dalla Legge 122/2010).

Tale frammentazione documentale ha peraltro richiesto in questi anni numerosi interventi da parte della COVIP volti a evidenziare l'esigenza di un migliore coordinamento dei contenuti presenti nei diversi elaborati nell'ottica di pervenire a una maggiore chiarezza del complessivo assetto regolamentare (oggi comunque in gran parte realizzata), agevolando in tal modo i controlli che la stessa è chiamata a svolgere.

Sulla base delle informazioni acquisite per il referto ai Ministeri vigilanti relativo al 2020 (in alcuni casi inerenti anche alle iniziative adottate nei primi mesi del corrente anno), risulta che:

- tutte le casse di previdenza hanno adottato una propria regolamentazione in materia di investimenti tranne l'ONAOISI, la quale 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). Si precisa, per completezza, che una cassa di previdenza che si è dotata di una regolamentazione per gli investimenti della propria gestione principale (ex Decreto lgs. 509/1994), ne risulta ancora priva per quelli afferenti alle due gestioni patrimonialmente separate istituite ai sensi del Decreto lgs. 103/1996;

- 11 casse di previdenza hanno sottoposto i documenti adottati ai Ministeri vigilanti ai sensi dell'art. 3 del Decreto lgs. 509/1994.

Gli assetti organizzativi in materia di investimenti adottati dalle casse di previdenza risultano variamente articolati, pure in funzione della accentuata diversità della dimensione delle attività detenute e della complessità della politica di investimento perseguita. Sono tuttavia presenti alcuni tratti comuni:

- 17 casse di previdenza prevedono uno o più organismi consultivi in materia di investimenti; la loro composizione si presenta piuttosto variegata dal momento che la compagine dei consiglieri di amministrazione risulta integrata – a seconda dei casi – da una o più delle seguenti componenti: delegati degli iscritti, direttore generale, responsabili delle strutture interne competenti in materia di investimenti ed esperti esterni in detta materia. Il direttore generale e i responsabili delle strutture interne, ove non facenti parte formalmente di tali organismi, partecipano comunque in pianta stabile alle relative riunioni, unitamente ai consulenti coinvolti nel processo di investimento; ciò al fine di supportare gli stessi nelle istruttorie di competenza. Più in dettaglio, 11 casse di previdenza dispongono di un'unica commissione competente su tutte le tipologie di investimenti, mentre in 6 sono presenti due distinte commissioni competenti rispettivamente per gli investimenti mobiliari e per quelli immobiliari (per quest'ultima, in due casi, con la sola funzione di esprimersi sulla congruità dei canoni di locazione e dei prezzi di compravendita; in altri due casi, tale funzione fa peraltro capo a un terzo organismo);
- tutte le casse di previdenza dispongono di una struttura interna preposta agli investimenti, connotata dimensionalmente in termini assai variegati; 10 di esse dispongono inoltre di una unità organizzativa specificamente dedicata agli investimenti immobiliari;
- tutte le casse di previdenza contemplano, nella propria regolamentazione interna in materia di investimenti, uno o più *advisor* nel novero dei soggetti aventi competenze in tale ambito (anche l'ONASI, che è priva di siffatta regolamentazione interna, si avvale di un supporto consulenziale di portata comunque più circoscritta rispetto a quello caratterizzante le altre casse di previdenza). Più in dettaglio, sulla base di tali previsioni regolamentari 8 casse di previdenza si avvalgono di un *advisor* e 11 di due *advisor*. Questi soggetti sono tipicamente chiamati a supportare l'organo di amministrazione e le strutture interne delle casse su uno o più dei seguenti profili: definizione dell'*asset allocation* strategica (AAS) e tattica (AAT), selezione degli strumenti finanziari/gestori, controllo della gestione finanziaria e predisposizione di analisi di tipo *asset-liability management* (ALM). Su quest'ultimo punto si fa presente che le suddette casse di previdenza, eccettuati due casi, ricorrono a tali analisi per la definizione del proprio portafoglio strategico di riferimento (AAS), rappresentativo degli obiettivi finanziari perseguiti e dei connessi livelli di rischiosità. Va infine aggiunto, per completezza, che alcune di esse risultano avvalersi anche di ulteriori incarichi consulenziali per l'approfondimento di specifici aspetti della gestione finanziaria, quali profili legali, fiscali e, più di recente, profili connessi alle tematiche ESG (*Environmental, Social and Governance*).

## APPENDICE

Tav. a.1

**Casse di previdenza. Iscritti, pensionati e totale attività a valori di mercato***(dati di fine 2020; totale attività in milioni di euro)*

<b>Denominazione Enti</b>	<b>Iscritti</b>	<b>Pensionati</b>	<b>Totale attività</b>	<b>Tipologia forme gestorie</b>
Cassa nazionale di previdenza e assistenza forense (CF)	245.030	29.777	16.333	509/94
Cassa italiana di previdenza ed assistenza dei geometri liberi professionisti (CIPAG)	72.332	30.632	2.682	509/94
Cassa nazionale del notariato (CNN)	5.133	2.879	1.739	509/94
Cassa nazionale di previdenza e assistenza a favore dei dottori commercialisti (CNPADC)	65.841	8.988	10.560	509/94
Cassa nazionale di previdenza ed assistenza a favore dei ragionieri e periti commerciali (CNPR)	24.659	10.096	2.746	509/94
Ente nazionale di assistenza degli agenti e rappresentanti di commercio (ENASARCO)	205.455	130.334	8.435	509/94
Ente nazionale di previdenza e assistenza a favore dei biologi (ENPAB)	15.474	1.914	835	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza per i consulenti del lavoro (ENPACL)	21.599	11.098	1.476	509/94
Ente nazionale di previdenza e di assistenza farmacisti (ENPAF)	97.748	22.863	3.491	509/94
Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione ordinaria e speciale	38.698	-	2.361	509/94
Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione separata agrotecnici	2.161	51	48	103/96
Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione separata periti agrari	3.055	696	198	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza dei medici e degli odontoiatri (ENPAM)	375.380	132.472	26.254	509/94
Ente nazionale di previdenza e assistenza per gli psicologi (ENPAP)	63.527	5.181	2.038	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza della professione infermieristica (ENPAPI)	45.287	3.021	1.112	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza dei veterinari (ENPAV)	29.117	7.626	1.007	509/94
Ente di previdenza e assistenza pluricategoriale (EPAP)	28.647	3.261	1.163	103/96
Ente di previdenza dei periti industriali e dei periti industriali laureati (EPP)	13.431	5.114	1.732	103/96
Fondo nazionale di previdenza per i lavoratori delle imprese di spedizione corrieri e delle agenzie marittime raccomandatarie e mediatori marittimi (FASC)	39.761	-	957	509/94
Cassa nazionale di previdenza e assistenza per gli ingegneri ed architetti liberi professionisti (INARCASSA)	153.324	38.714	13.041	509/94
Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti italiani "Giovanni Amendola" (INPGI) - Gestione sostitutiva dell'A.G.O.	28.919	9.639	1.265	509/94
Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti italiani "Giovanni Amendola" (INPGI) - Gestione separata	44.921	1.591	808	103/96
Opera nazionale assistenza orfani sanitari italiani (ONAOSI)	157.429	-	432	509/94
<b>Totale</b>	<b>1.776.928</b>	<b>455.947</b>	<b>100.712</b>	

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 ed hanno versato contributi.