



# **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 2018**

## **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.<sup>1</sup>

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

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

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

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

---

<sup>1</sup> Le Casse sono in tutto 20, sono costituite in forma di associazione o fondazione, hanno come platea di riferimento varie categorie di liberi professionisti e, in taluni casi, di lavoratori dipendenti; 16 Casse presentano quale principale finalità l'erogazione di prestazioni pensionistiche di base, tre Casse hanno quale scopo l'erogazione di prestazioni aggiuntive rispetto a quelle dell'Assicurazione Generale Obbligatoria, mentre una Cassa (ONAOSI) 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.

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

Solo in riferimento a talune tipologie di strumenti finanziari e beni oggetto di investimento (ad esempio, immobili, strumenti finanziari non quotati), che presentano particolari caratteristiche sotto il profilo della liquidabilità e del livello di rischio, lo schema di regolamento fissa delle soglie limite in rapporto al complesso delle disponibilità.

D'altronde, i limiti quantitativi sono un tratto comune a molte regolamentazioni in materia di investimenti, in ambito europeo e non solo (cfr. OCSE, *Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds 2019*).

Va peraltro evidenziato che lo schema di regolamento, anche con riguardo ai limiti fissati per le predette tipologie di attivi, contiene elementi di flessibilità dal punto di vista dell'impatto sugli attuali portafogli delle Casse: prevede infatti, in via generale, un periodo di 18 mesi per l'adeguamento alle disposizioni normative, un piano di rientro in 10 anni in caso di sfornamento dei limiti quantitativi sui beni diversi dagli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, inclusi gli immobili, la possibilità di concedere, in funzione di motivate esigenze, deroghe temporanee rispetto ai limiti previsti. Ulteriori profili di flessibilità sono previsti, anche in deroga ai richiamati limiti quantitativi, per investimenti in determinate attività per le quali sono previste agevolazioni fiscali in quanto ritenute utili per favorire la crescita dell'economia.

In conclusione, nel regolamento sono garantiti, oltre a ragionevoli tempi di adeguamento, margini di flessibilità funzionali ad assicurare alle Casse l'esercizio di una piena e legittima autonomia nell'assunzione delle decisioni di investimento, nell'obiettivo della migliore tutela degli iscritti.

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

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

In particolare, si richiama nuovamente l'opportunità di un intervento di manutenzione evolutiva per quanto attiene alla disciplina del rapporto tra le Amministrazioni vigilanti e le Casse (di fatto risalente al 1994, anno di privatizzazione degli Enti), che attualmente risulta sostanzialmente incentrato sulla repressione di gravi violazioni di legge, con il conseguente commissariamento dell'Ente. Si potrebbe superare l'esclusività di tale approccio – da mantenere, ovviamente, per i casi di particolare gravità che rendono necessario un intervento di completa discontinuità rispetto alla gestione precedente – introducendo procedure di

intervento dotate di adeguata gradualità che possano consentire il superamento delle inefficienze riscontrate, attraverso l'individuazione delle migliori soluzioni sul piano gestionale e della *governance*.

Nonostante il quadro normativo risulti ancora incompleto, la COVIP ha comunque svolto in questi anni le proprie funzioni di controllo sugli investimenti delle Casse 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.

Tale Quadro potrà essere ulteriormente arricchito nei prossimi anni grazie all'evoluzione dell'attuale sistema di segnalazioni nell'ottica di una più articolata e granulare rappresentazione delle informazioni e, nel contempo, allo scopo di elevarne il livello di automazione e la flessibilità di utilizzo. Il progetto in atto intende anche mettere a fattor comune l'esperienza già realizzata negli ultimi anni con riguardo alle forme pensionistiche complementari e promuovere maggiore consapevolezza da parte degli Enti, con effetti migliorativi sul piano gestionale.

\* \* \*

Nel prosieguo si fornisce il quadro aggiornato a fine 2018 degli aspetti più significativi che caratterizzano le risorse detenute dalle Casse, 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. 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 e organizzativi è dedicata la sezione 5.



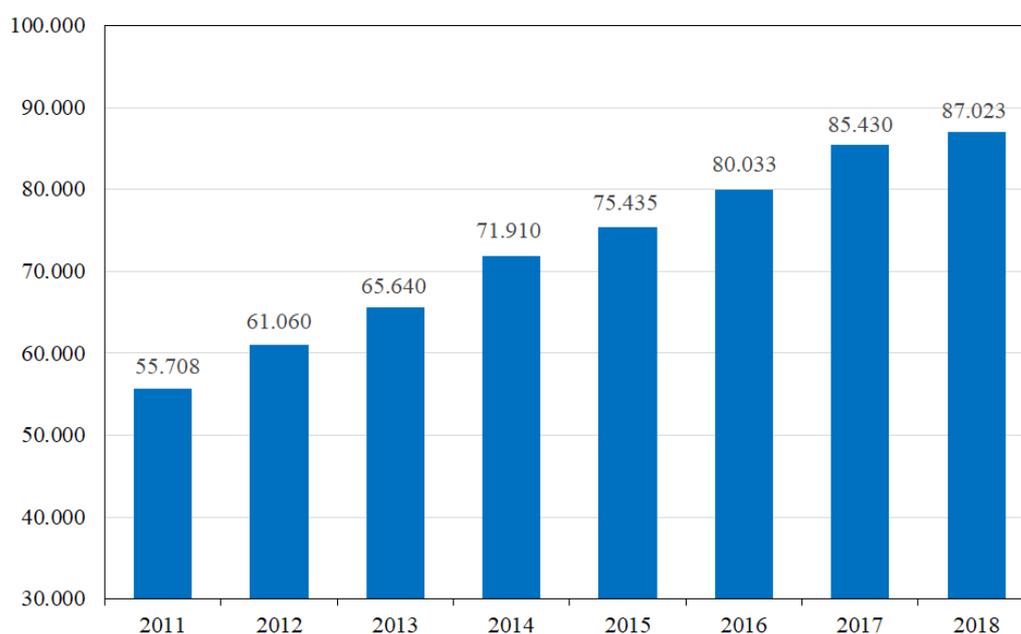
## 1. LE RISORSE DEL SETTORE

Dal 2011 al 2018 le attività totali a valori di mercato delle Casse sono cresciute complessivamente da **55,7** a **87** miliardi di euro (cfr. Tav.1), con un aumento su tutto il periodo di osservazione del **56,2 per cento**. Su base annuale, la crescita media è stata del **6,6 per cento**, più marcata nei primi 4 anni (in media **7,9 per cento**) rispetto ai successivi 3 (in media **4,9 per cento**).

Tav. 1

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

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



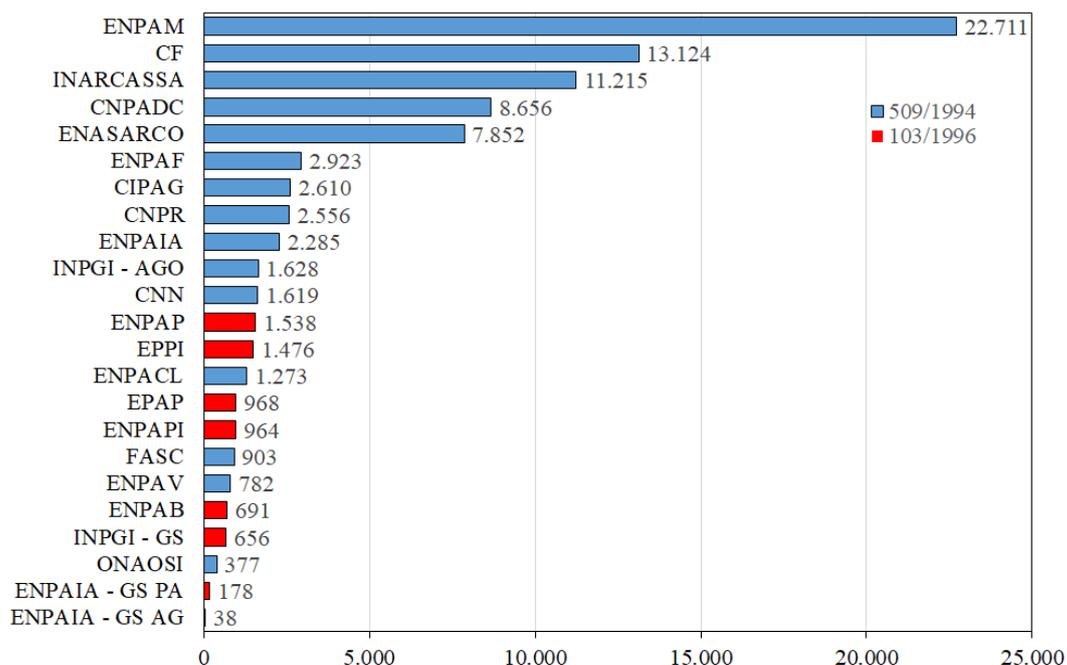
A fronte dei valori riscontrati nell'aggregato, restano divergenze, anche ampie, nelle attività e nelle dinamiche di crescita delle singole Casse (cfr. Tav. 2). Circa il 73 per cento dell'attivo è di pertinenza delle 5 Casse di dimensioni più grandi, in crescita rispetto al 68 per cento del 2011 (a ENPAM fa capo il 26,1 per cento del totale, seguono CASSA FORENSE con il 15,1, INARCASSA con il 12,9, CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI con il 9,9 ed ENASARCO con il 9); le prime tre Casse raggruppano circa il 54 per cento del totale rispetto al 47 per cento del 2011.

Nella media dell'intero periodo di osservazione, le prime 4 Casse hanno mostrato tassi di crescita dell'attivo superiori a quello generale, variando dal 6,9 al 12,9 per cento su base annua; nelle restanti Casse l'incremento è stato inferiore, pari al 3,1 per cento su base annua.

**Tav. 2**

**Totale attivo per singola Cassa**

(dati di fine 2018; importi in milioni di euro)



Concorrono a spiegare le diverse dimensioni dell'attivo le differenze tra i saldi previdenziali che dipendono dai regimi contributivi e prestazionali, oltre che dalle caratteristiche economiche e socio-demografiche delle diverse platee di riferimento delle Casse. Nel 2018 il flusso complessivo dei contributi al netto delle prestazioni si è attestato a 3,5 miliardi di euro rispetto ai 3,2 dell'anno precedente; a fronte di 10,4 miliardi (10 nel 2017) di contributi incassati, sono state erogate prestazioni per 6,9 miliardi (6,8 nel 2017).

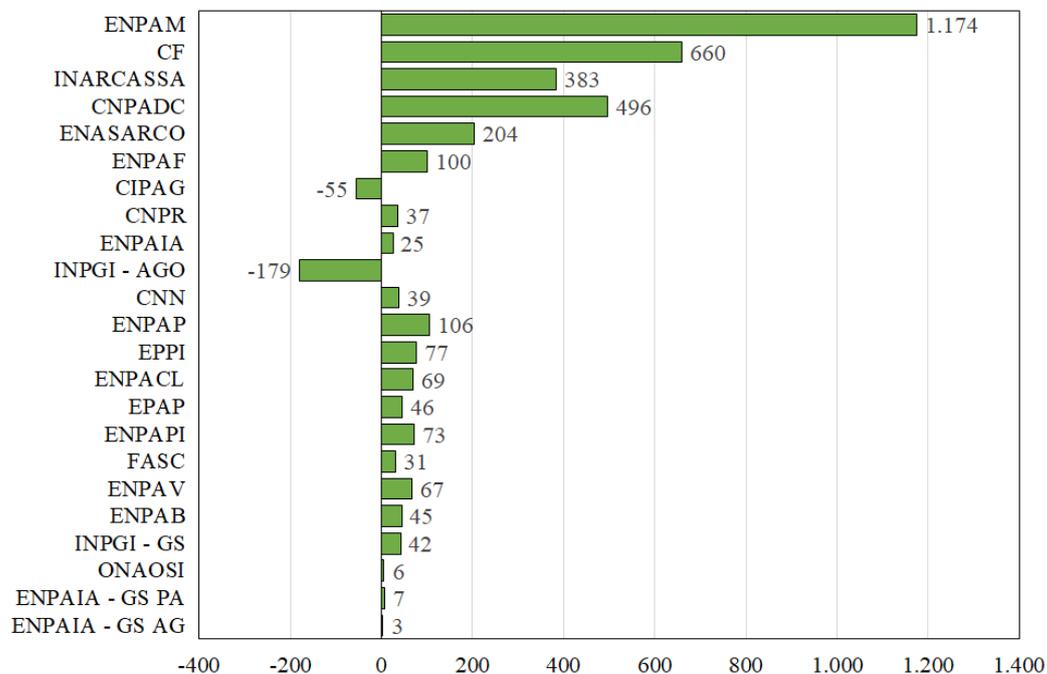
Tra le singole Casse, nelle prime 4 si concentra il 78 per cento del flusso netto tra contributi e prestazioni, pari a 2,7 miliardi di euro. Per due Casse, CASSA GEOMETRI e INPGI – gestione AGO, le prestazioni superano i contributi (cfr. Tav. 3). In tutti gli altri casi, la differenza è

positiva, con un'ampiezza variabile tra Casse e che in rapporto all'attivo varia tra l'**1,1 per cento** (ENPAIA) e l'**8,5 per cento** (ENPAV).

**Tav. 3**

**Saldo per contributi e prestazioni per singola Cassa**

*(flussi annuali 2018; importi in milioni di euro)*



## 2. LA COMPOSIZIONE DELL'ATTIVO

### 2.1. Il quadro aggregato

Alla fine del 2018, il totale attivo delle Casse a valori di mercato ammonta a **87 miliardi** di euro (cfr. Tav. 4); l'aumento rispetto al 2017 è di **1,6 miliardi** (l'**1,9 per cento** in più).

**Tav. 4**

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

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

	2017		2018	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità	6.124	7,2	5.887	6,8
Titoli di Stato	14.076	16,5	14.649	16,8
Altri titoli di debito	5.007	5,9	4.919	5,7
- quotati	4.126	4,8	4.171	4,8
- non quotati	881	1,0	748	0,9
Titoli di capitale	8.103	9,5	7.148	8,2
- quotati	6.797	8,0	5.662	6,5
- non quotati	1.306	1,5	1.486	1,7
OICVM	21.555	25,2	22.199	25,5
- di cui: titoli di debito <sup>(1)</sup>	12.175	14,3	13.029	15,0
- di cui: titoli di capitale <sup>(1)</sup>	6.696	7,8	6.671	7,7
Altri OICR	17.023	19,9	18.882	21,7
- di cui: fondi immobiliari	13.735	16,1	14.326	16,5
- di cui: fondi di private equity/debt	1.523	1,8	1.769	2,0
Immobili	5.182	6,1	4.894	5,6
Partecipazioni in società immobiliari	531	0,6	531	0,6
Polizze assicurative	539	0,6	512	0,6
Altre attività	7.290	8,5	7.401	8,5
- di cui: crediti contributivi	6.133	7,2	6.437	7,4
<b>Totale attività</b>	<b>85.430</b>	<b>100,0</b>	<b>87.023</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>				
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>19.449</b>	<b>22,8</b>	<b>19.752</b>	<b>22,7</b>
- immobili	5.182	6,1	4.894	5,6
- fondi immobiliari	13.735	16,1	14.326	16,5
- partecipazioni in società immobiliari	531	0,6	531	0,6
<b>Investimenti obbligazionari</b>	<b>31.258</b>	<b>36,6</b>	<b>32.598</b>	<b>37,5</b>
- titoli di Stato	14.076	16,5	14.649	16,8
- altri titoli di debito	5.007	5,9	4.919	5,7
- titoli di debito sottostanti gli OICVM	12.175	14,3	13.029	15,0
<b>Investimenti azionari</b>	<b>14.799</b>	<b>17,3</b>	<b>13.818</b>	<b>15,9</b>
- titoli di capitale	8.103	9,5	7.148	8,2
- titoli di capitale sottostanti gli OICVM	6.696	7,8	6.671	7,7

(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 2,5 miliardi di euro per il 2018, sono costituiti per circa il 56 per cento da liquidità, per il 20 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 sulla base delle informazioni di dettaglio sulla composizione degli OICVM disponibili per circa il 99 per cento degli stessi. Gli importi indicati per il 2017 sono stati aggiornati agli ultimi dati disponibili.

Gli investimenti in **titoli di debito** sono 19,6 miliardi di euro, circa 500 milioni in più rispetto al 2017; l'ammontare di **titoli di Stato** è aumentato di circa 600 milioni per un valore a fine 2018 di 14,6 miliardi mentre sono diminuiti da 5 a 4,9 miliardi gli **altri titoli di debito**; alla sostanziale stabilità delle obbligazioni quotate, si contrappone l'ulteriore riduzione dei titoli non quotati scesi a 748 milioni a fine 2018.

I **titoli di capitale** totalizzano 7,1 miliardi di euro. La significativa flessione rispetto al 2017, circa un miliardo di euro, ha interessato i titoli quotati, diminuiti da 6,8 a 5,6 miliardi; sono invece saliti da 1,3 a 1,5 miliardi gli investimenti in titoli di capitale non quotati.

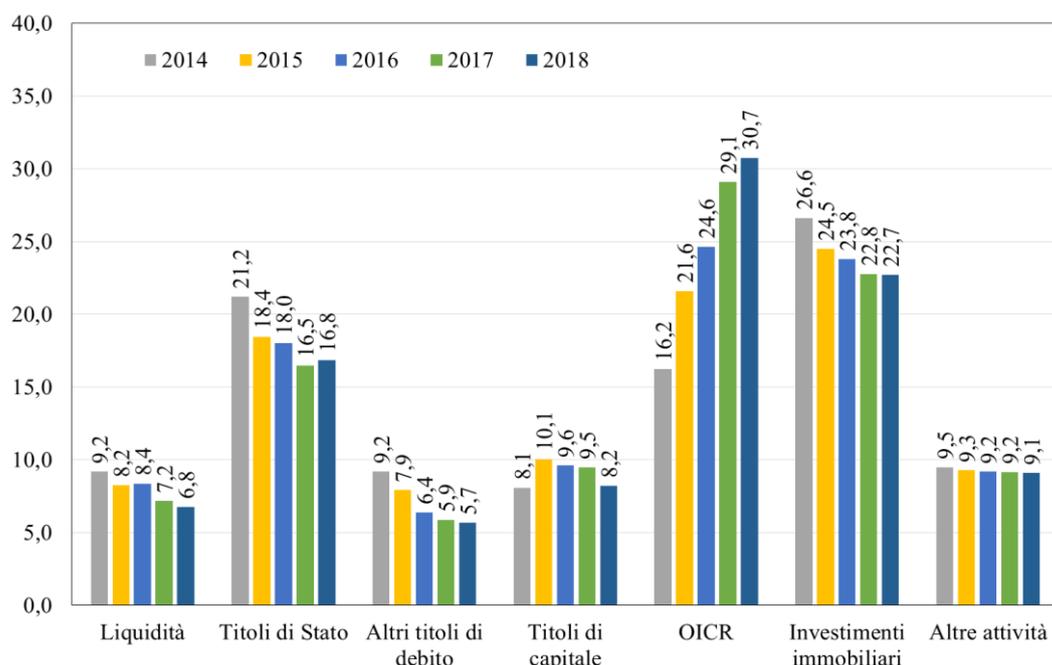
In **quote di OICR** sono impiegati complessivamente 41,1 miliardi di euro, 2,5 miliardi in più rispetto al 2017. L'incremento è per 600 milioni imputabile alle **quote di OICVM**, passate da 21,6 a 22,2 miliardi, e per ben 1,9 miliardi agli **altri OICR**, saliti da 17 a 18,9 miliardi; in quest'ultimo caso, i fondi immobiliari passano da 13,7 a 14,3 miliardi di euro e gli altri OICR di tipo mobiliare, ivi inclusi i fondi di *private equity* e *private debt*, aumentano da 3,3 a 4,6 miliardi.

Riaggregando le componenti dell'attivo tenendo conto dei titoli obbligazionari e azionari sottostanti gli OICVM detenuti (cfr. Tav. 4), risulta che alla fine del 2018:

- **gli investimenti immobiliari**, 19,7 miliardi di euro (19,4 nel 2017), subiscono una leggera riduzione in percentuale dell'attivo (22,7 contro 22,8 per cento); tra le diverse componenti, in aumento l'incidenza delle quote di fondi immobiliari (dal 16,1 al 16,5 per cento), mentre diminuisce quella degli immobili detenuti direttamente (dal 6,1 al 5,6 per cento);
- **gli investimenti in titoli di debito**, 32,6 miliardi (31,2 nel 2017), costituiscono il 37,5 per cento dell'attivo registrando un aumento di 0,9 punti percentuali rispetto al 2017; tra le diverse componenti, rimangono sostanzialmente stabili gli investimenti diretti (complessivamente, 22,5 per cento), ma aumenta il peso di quelli sottostanti gli OICVM (dal 14,3 al 15 per cento);
- **gli investimenti in titoli di capitale**, 13,8 miliardi di euro (14,8 nel 2017), formano il 15,9 per cento dell'attivo, in significativa flessione rispetto al 17,3 del 2017; tra le diverse componenti, gli investimenti diretti scendono dal 9,5 all'8,2 per cento, quelli sottostanti gli OICVM diminuiscono dal 7,8 al 7,7 per cento.

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

- la riduzione degli **investimenti immobiliari**. Questi ultimi, comprensivi anche delle quote di fondi immobiliari, sono passati dal 26,6 per cento del 2014 al 22,7 del 2018 ancorché, in valore assoluto, il totale complessivo resti rilevante (19,7 miliardi di euro rispetto ai 19,1 del 2014);
- la diminuzione dei **titoli di Stato**, dal 21,2 per cento del 2014 al 16,8 del 2018; è scesa anche la quota degli **altri titoli di debito** dal 9,2 al 5,7 per cento;
- l'aumento delle quote di **OICR** considerate al netto dei fondi immobiliari: 30,7 per cento rispetto al 16,2 del 2014;
- la sostanziale stabilità dei **titoli di capitale**, attestatisi all'8,2 per cento nel 2018.

**Casse. Principali componenti delle attività<sup>(1)</sup>***(dati di fine anno; valori in percentuale delle attività totali)*

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

***Investimenti immobiliari***

Gli **investimenti immobiliari**, comprensivi delle quote di fondi immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari controllate dalle Casse, ammontano a **19,7 miliardi** di euro; l'incidenza sul totale dell'attivo è del 22,7 per cento rispetto al 22,8 del 2017.

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 risultano pari a **4,9 miliardi** di euro, il 5,6 per cento delle attività; nell'ultimo quinquennio è pertanto proseguita, ancorché con una dinamica meno accentuata, la riduzione sia in valore assoluto, sia in percentuale dell'attivo: 3,7 miliardi di euro in meno, pari a 6,7 punti percentuali, rispetto al 2014.

Per localizzazione geografica e destinazione d'uso prevalente degli immobili non si registrano variazioni rispetto al 2017. Il 69 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 quarti concentrati a Milano). La destinazione d'uso prevalente è quella residenziale (41,5 per cento), seguita da uso uffici (29 per cento), strumentale (11 per cento) e commerciale (10,5 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 è di norma l'unico quotista). Per effetto di tali operazioni, **i fondi immobiliari** costituiscono la componente maggioritaria degli investimenti immobiliari delle Casse, **14,3 miliardi** di euro. Se confrontati con il dato di fine 2014 emerge un aumento sia in valore assoluto (circa 4,5 miliardi di euro), sia in percentuale (circa 3 punti percentuali).

Il 91 per cento degli immobili sottostanti i fondi immobiliari è situato in Italia. La destinazione d'uso prevalente è uffici (50 per cento), seguita da residenziale (21 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 **32,6 miliardi** di euro; essi costituiscono il 37,5 per cento delle attività, in aumento dal 36,6 per cento del 2017.

Senza considerare quelli sottostanti gli OICVM, i **titoli di debito** ammontano a **19,6 miliardi** di euro pari al 22,5 per cento delle attività, incidenza stabile rispetto al 2017. 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 **14,6 miliardi** di euro:

- formano il **16,8 per cento** dell'attivo, in aumento di 0,3 punti percentuali rispetto al 2017;
- per il **78 per cento** sono costituiti da **emittenti sovrani dell'Area dell'euro** (circa i quattro quinti sono italiani), non registrando variazioni di rilievo rispetto al 2017. Sono in rialzo dal 13,1 al 15,1 per cento i titoli degli Stati Uniti mentre rimangono stabili al 2,4 per cento i titoli del debito pubblico giapponese; scendono dal 3,5 al 2 per cento i titoli di Stati non aderenti all'OCSE.

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

- corrispondono al **5,7 per cento** dell'attivo, in calo di 0,2 punti percentuali rispetto al 2017;
- per il **43 per cento** sono emissioni di **residenti in Paesi dell'Area dell'euro**, circa 3 punti percentuali in meno nel confronto con il 2017. Sale dal 10 al 12 per cento la quota di titoli emessi da residenti in altri Paesi dell'Unione europea; sostanzialmente stabili le quote degli emittenti appartenenti alle restanti aree geografiche;
- per il **56 per cento** (54 nel 2017) sono emessi da **imprese finanziarie**;
- per l'**85 per cento** (82 nel 2017) sono **quotati**;

- per circa 0,4 miliardi di euro, pari allo 0,4 per cento dell'attivo totale, sono costituiti da obbligazioni strutturate, oggetto di risalenti operazioni di investimento, distribuite tra 8 Casse con percentuali di incidenza che vanno dallo 0,3 al 4,6 per cento.

Gli **investimenti obbligazionari sottostanti gli OICVM** ammontano a **13 miliardi** di euro, il 15 per cento delle attività, in aumento di 0,7 punti percentuali sul 2017.

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** (invariato sul 2017), di cui circa la metà concentrati nel settore finanziario;
- è investito per il **37 per cento** in **Paesi dell'Area dell'euro** (40 nel 2017), per il 26 per cento negli Stati Uniti (23 nel 2017) e per il 16 per cento nei Paesi non aderenti all'OCSE (invariato sul 2017).

### ***Investimenti azionari***

I **titoli azionari**, ivi inclusi quelli sottostanti gli OICVM detenuti dalle Casse, ammontano complessivamente a **13,8 miliardi** di euro; essi costituiscono il 15,9 per cento del totale dell'attivo, con un decremento di 1,4 punti percentuali rispetto al 2017.

Senza considerare quelli sottostanti gli OICVM, i **titoli di capitale** ammontano a **7,1 miliardi** di euro, l'8,2 per cento delle attività, in diminuzione dal 9,5 dell'anno precedente. Di questi, 1,1 miliardi sono costituiti da quote del capitale della Banca d'Italia.

Più in dettaglio:

- il **61 per cento** si riferisce all'**Area dell'euro**, in aumento rispetto al 56 del 2017. Gli Stati Uniti si attestano al 19 per cento (18 nel 2017) mentre diminuiscono le quote degli altri Paesi dell'Unione europea e del Giappone, rispettivamente, dall'8 al 5 per cento e dal 7 al 5 per cento;
- il **32 per cento** (31 nel 2017) fa capo al **settore finanziario**; non si registrano variazioni di rilievo nelle quote appannaggio degli altri settori economici.

Gli **investimenti azionari sottostanti gli OICVM** ammontano a **6,7 miliardi** di euro, il 7,7 per cento delle attività, invariati rispetto al 2017.

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

- è investito per il **30 per cento** (31 nel 2017) negli **Stati Uniti**; segue l'Area dell'euro con il 23 per cento e il gruppo di Paesi non aderenti all'OCSE che si attesta al 20 per cento;
- è costituito da azioni del settore dei **beni di consumo** per una quota del **22 per cento**, valore in linea rispetto al 2017. Seguono il settore finanziario (18 per cento), l'*information technology* (13 per cento) e l'industriale (11 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 **18,9 miliardi** di euro, il **21,7 per cento** delle attività totali (in aumento di 1,8 punti percentuali rispetto al 2017); per essi sussistono inoltre 3,8 miliardi di euro di residui impegni di sottoscrizione. Tali strumenti finanziari sono per i tre quarti costituiti da **fondi immobiliari** (14,3 miliardi di euro); sono presenti anche fondi di *private equity* e *private debt* per un ammontare di 1,8 miliardi di euro, il 2 per cento dell'attivo totale (1,8 nel 2017).

## ***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 5,9 miliardi di euro (6,8 per cento del totale, in calo di 0,4 punti percentuali rispetto al 2017); **polizze assicurative** per 512 milioni (0,6 per cento), di cui 476 di ramo V e 36 di ramo III, e **altre attività** per 7,4 miliardi (8,5 per cento), di cui 6,4 miliardi rappresentativi di **crediti di natura contributiva**, incidono sull'attivo totale per una percentuale invariata rispetto al 2017.

Le suddette **altre attività** comprendono anche 11,9 milioni di euro rappresentativi del saldo del valore di mercato degli strumenti finanziari derivati attivi e passivi impiegati da 9 Casse (per una delle quali con riguardo alla gestione patrimonialmente separata in essa istituita ai sensi del Decreto lgs.103/96), quasi integralmente con finalità di copertura del rischio di cambio riferito a investimenti denominati in divisa diversa dall'euro.

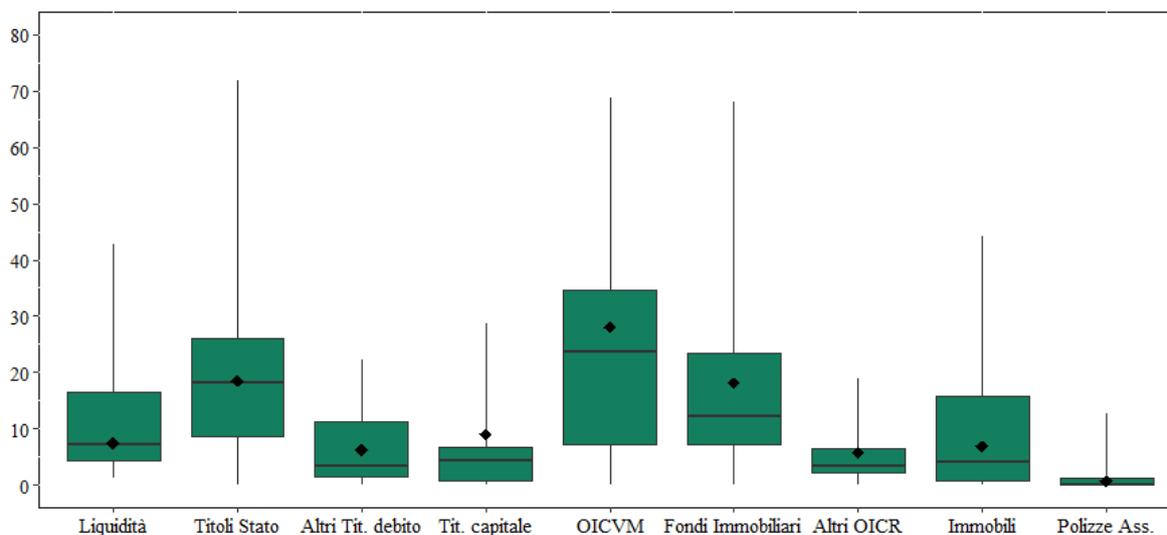
## 2.2. I portafogli delle Casse

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

L'ampia eterogeneità della composizione delle attività investite 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 componenti delle attività investite<sup>(1)</sup>**  
(dati di fine 2018; valori percentuali)



(1) 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 e si documenta l'ampia variabilità per quasi tutte quelle principali (cfr. Tav. 6). In particolare, il campo di variazione delle quote detenute è elevato per i titoli di Stato (**0-72 per cento**, la metà dei casi con percentuali comprese tra il **9** e il **26 per cento**), per gli OICVM (**0-69 per cento**, la metà dei casi tra il **7** e il **35 per cento**). Mostrano una dispersione elevata anche i fondi immobiliari (**0-68 per cento**, la metà dei casi

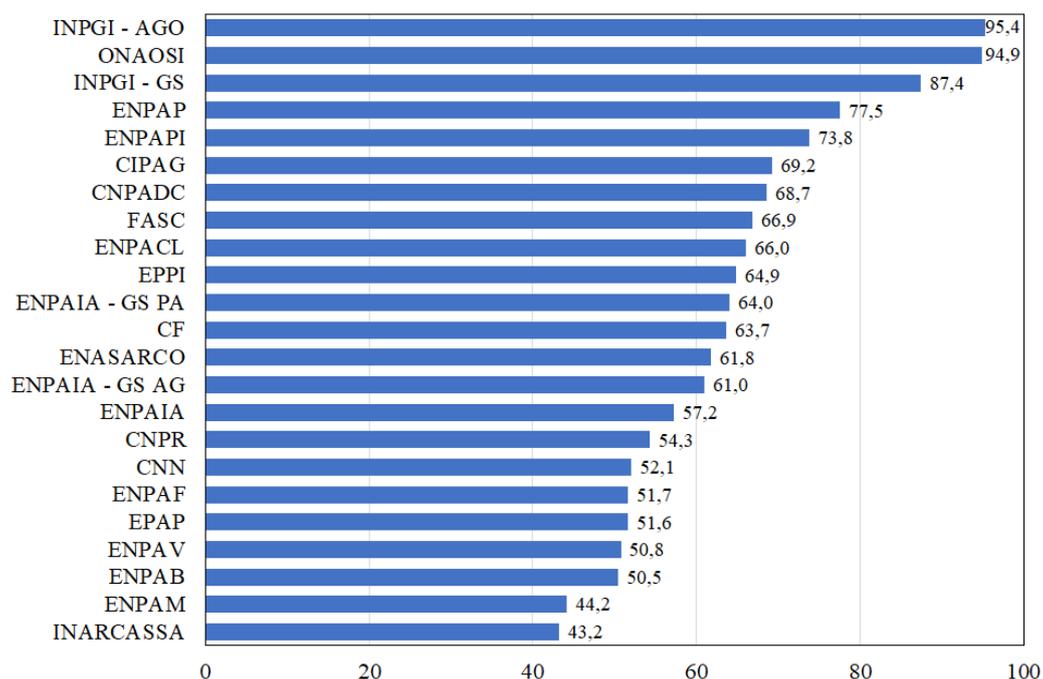
tra il **7** e il **23 per cento**) e gli immobili, comprensivi delle partecipazioni in società immobiliari controllate (**0-44 per cento**, la metà dei casi compresi tra l'**1** e il **16 per cento**).

Anche il grado di concentrazione dei portafogli delle Casse, misurato attraverso il peso delle prime due componenti delle attività investite sul totale, mostra un'ampia variabilità, dal **43,2 per cento** di INARCASSA al **95,4 per cento** di INPGI – gestione AGO (cfr. Tav. 7).

**Tav. 7**

**Casse. Peso delle prime due componenti sul totale delle attività investite**

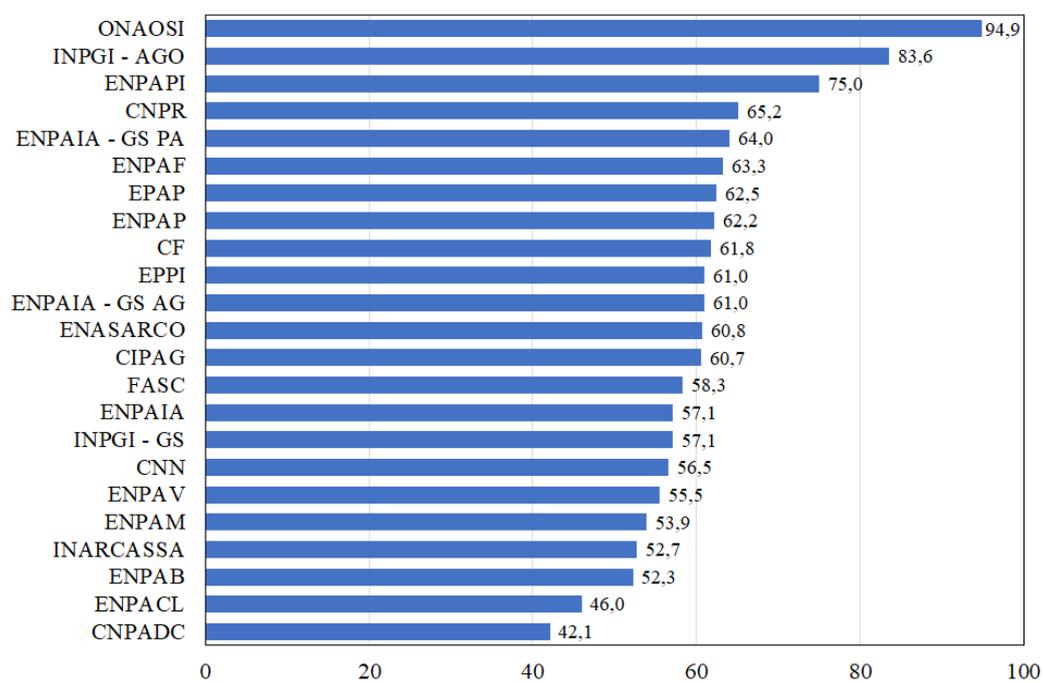
(dati di fine 2018; valori percentuali)



Tra le componenti delle attività investite un peso crescente stanno assumendo gli OICR, che sono considerati in Tav. 7 come un attività a sé stante ma che a loro volta comprendono diverse classi di attività. Per misurare il grado di concentrazione sulla base di una ripartizione più fine delle diverse classi di attività detenute, nelle more di una rivisitazione complessiva del sistema segnaletico delle Casse che consenta anche un maggiore dettaglio sulle attività sottostanti tutti gli OICR, si attribuiscono alle rispettive classi di attività quelle detenute dagli OICVM (c.d. *look through*), si aggregano i fondi immobiliari e le partecipazioni in società immobiliari controllate agli immobili e si considerano gli altri OICR come classe a sé stante.

A parte ONAOSI (che non investe in OICR), il peso delle prime due classi, individuate nei predetti termini, sul totale delle attività investite fornisce risultati in parte diversi rispetto a quelli di cui alla Tav. 7, variando dal **42,1 per cento** di CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI all'**83,6 per cento** di INPGI – gestione AGO (cfr. Tav. 8).

**Casse. Peso delle prime due classi sul totale delle attività investite<sup>(1)</sup>**  
*(dati di fine 2018; valori percentuali)*



(1) Per ciascuna Cassa, gli OICVM sono stati scomposti in base alle classi di attività sottostanti (c.d. *look through*).

### 3. GLI INVESTIMENTI NELL'ECONOMIA ITALIANA

Il **risparmio previdenziale** intermediato da Casse e forme pensionistiche complementari (di seguito, per semplicità, Fondi pensione) ha raggiunto dimensioni ragguardevoli. A fine 2018, il totale complessivo delle risorse si attesta a **254,2 miliardi** di euro, il **14,4** per cento del PIL, così suddiviso: 87 miliardi di euro fa capo alle Casse e 167,2 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 **35 miliardi** di euro, il **40,2** per cento delle attività; la percentuale risulta in diminuzione di 0,2 punti percentuali rispetto al 2017 (cfr. Tav. 9); gli **investimenti non domestici** si attestano a **38,2 miliardi**, corrispondenti al **43,9** per cento del totale, 0,6 punti percentuali in più rispetto al 2017.

**Tav. 9**

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

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

	2017						2018					
	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%
<b>Attività</b>												
Titoli di Stato	8.441	9,9	5.634	6,6	14.076	16,5	9.105	10,5	5.544	6,4	14.649	16,8
Altri titoli di debito	988	1,2	4.018	4,7	5.006	5,9	808	0,9	4.112	4,7	4.919	5,7
Titoli di capitale	3.631	4,3	4.472	5,2	8.103	9,5	3.582	4,1	3.566	4,1	7.148	8,2
OICVM	1.420	1,7	20.135	23,6	21.555	25,2	1.264	1,5	20.935	24,1	22.199	25,5
Altri OICR	14.307	16,7	2.715	3,2	17.023	19,9	14.804	17,0	4.078	4,7	18.882	21,7
- di cui: fondi immob.	13.122	15,4	613	0,7	13.735	16,1	13.355	15,3	971	1,1	14.326	16,5
Immobili	5.182	6,1	-	-	5.182	6,1	4.894	5,6	-	-	4.894	5,6
Part. in società immob.	531	0,6	-	-	531	0,6	531	0,6	-	-	531	0,6
<b>Totale</b>	<b>34.502</b>	<b>40,4</b>	<b>36.974</b>	<b>43,3</b>	<b>71.476</b>	<b>83,7</b>	<b>34.988</b>	<b>40,2</b>	<b>38.235</b>	<b>43,9</b>	<b>73.223</b>	<b>84,1</b>
Liquidità					6.124	7,2					5.887	6,8
Polizze assicurative					539	0,6					512	0,6
Altre attività					7.290	8,5					7.401	8,5
<b>Totale attività</b>					<b>85.430</b>	<b>100,0</b>					<b>87.023</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>												
<b>Investimenti immob.</b>	<b>18.835</b>	<b>22,0</b>	<b>613</b>	<b>0,7</b>	<b>19.449</b>	<b>22,8</b>	<b>18.781</b>	<b>21,6</b>	<b>971</b>	<b>1,1</b>	<b>19.752</b>	<b>22,7</b>
- immobili	5.182	6,1	-	-	5.182	6,1	4.894	5,6	-	-	4.894	5,6
- fondi immobiliari	13.122	15,4	613	0,7	13.735	16,1	13.355	15,3	971	1,1	14.326	16,5
- part. in società immob.	531	0,6	-	-	531	0,6	531	0,6	-	-	531	0,6

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

Considerando le attività al netto della liquidità (prevalentemente depositi bancari), delle polizze assicurative e delle altre attività (in larga misura crediti contributivi) per un totale di 73,2 miliardi di euro, **l'incidenza delle due componenti sarebbe, rispettivamente, il 47,8 per cento (48,3 nel 2017) per gli investimenti domestici e il 52,2 per cento (51,7 nel 2017) per quelli non domestici.**

Nell'ambito degli investimenti domestici, restano predominanti gli **investimenti immobiliari (18,8 miliardi di euro, il 21,6 per cento delle attività totali)** e i **titoli di Stato (9,1 miliardi di euro, il 10,5 per cento delle attività totali)**. Nel confronto con il 2017, l'incidenza sul totale delle attività per la componente immobiliare registra una diminuzione di 0,4 punti percentuali mentre si registra un aumento di 0,6 punti percentuali per i titoli di Stato.

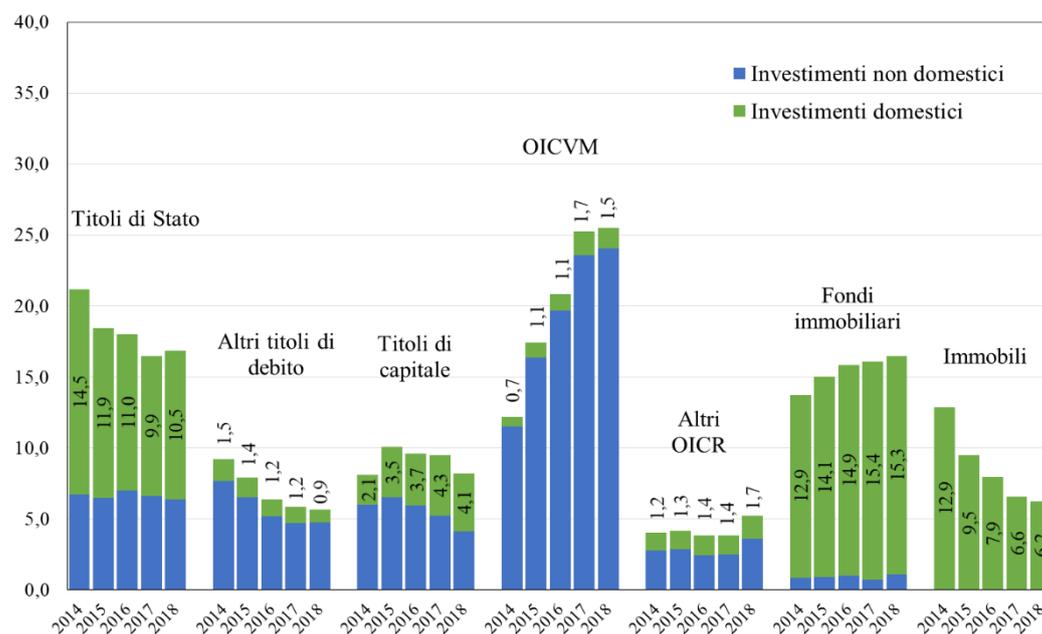
Sono inoltre presenti **titoli di debito e di capitale** per un ammontare complessivo di **4,4 miliardi di euro, 200 milioni** in meno rispetto al 2017, pari al **5,0 per cento** dell'attivo (5,5 nel 2017); mentre i **titoli di capitale** subiscono una lieve riduzione (circa **3,6 miliardi di euro, il 4,1 per cento** dell'attivo rispetto al 4,3 del 2017), i **titoli di debito** diminuiscono da circa 1 miliardo a **0,8 miliardi**, passando dall'**1,2 allo 0,9 per cento** delle attività. Sul punto va rilevato che nell'ambito dei titoli di capitale figura il controvalore delle quote del capitale della Banca d'Italia sottoscritte da 9 Casse per circa 1,1 miliardi 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 **2,7 miliardi di euro**, ammontare invariato rispetto al 2017, pari al **3,1 per cento** delle attività (3,0 nel 2017).

L'evoluzione nel quinquennio 2014-2018 delle componenti dell'attivo ripartite tra investimenti domestici e non domestici (cfr. Tav. 10) mostra che, nell'ambito della quota domestica, si riducono gli immobili (6,7 punti percentuali), i titoli di Stato (4 punti percentuali) e gli altri titoli di debito (0,6 punti percentuali); aumenta, invece, l'incidenza delle quote di fondi immobiliari (2,4 punti percentuali), dei titoli di capitale (2 punti percentuali), delle quote di OICVM (0,8 punti percentuali) e di altri OICR (0,5 punti percentuali).

**Casse. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2014-2018<sup>(1)</sup>**

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



(1) 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 **36,7 miliardi** di euro (cfr. Tav. 11), corrispondenti al **27,7** per cento dell'ANDP (attivo netto destinato alle prestazioni, pari a 132,5 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: 28,3 miliardi** di euro, il **21,4** per cento (22,7 nel 2017) dell'attivo netto.

**Gli investimenti non domestici** totalizzano a **83,1 miliardi** di euro, pari al **62,7** per cento dell'attivo netto. Confrontando i dati con il 2017, si osserva una riduzione della quota di investimenti domestici di 2,2 punti percentuali, per oltre la metà imputabile ai titoli di Stato (1,3 punti percentuali).

Se rapportate al solo totale degli investimenti (119,8 miliardi di euro), escludendo liquidità, polizze assicurative e altre attività, l'incidenza della quota allocata in Italia si attesta al **30,6** per cento (32,5 nel 2017); quella in Paesi diversi dall'Italia al **69,4** per cento (67,5 nel 2017).

**Tav. 11**

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

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

	2017						2018					
	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%	Domestici	%	Non domestici	%	Totale	%
<b>Attività e passività</b>												
Titoli di Stato	29.079	22,7	24.193	18,9	53.272	41,5	28.296	21,4	26.950	20,3	55.246	41,7
Altri titoli di debito	2.676	2,1	18.575	14,5	21.251	16,6	2.453	1,9	20.162	15,2	22.615	17,1
Titoli di capitale	1.449	1,1	21.224	16,5	22.672	17,7	1.205	0,9	20.555	15,5	21.760	16,4
OICVM	1.037	0,8	15.066	11,7	16.102	12,6	1.019	0,8	14.707	11,1	15.726	11,9
Altri OICR	1.988	1,6	427	0,3	2.415	1,9	1.746	1,3	754	0,6	2.500	1,9
- di cui: fondi immob.	1.415	1,1	215	0,2	1.631	1,3	1.425	1,1	147	0,1	1.572	1,2
Immobili	1.778	1,4	-	-	1.778	1,4	1.651	1,2	-	-	1.651	1,2
Part. in società immob.	269	0,2	-	-	269	0,2	326	0,2	-	-	326	0,2
<b>Totale</b>	<b>38.276</b>	<b>29,9</b>	<b>79.485</b>	<b>62,0</b>	<b>117.759</b>	<b>91,8</b>	<b>36.696</b>	<b>27,7</b>	<b>83.128</b>	<b>62,7</b>	<b>119.824</b>	<b>90,4</b>
Liquidità					9.278	7,2					9.944	7,5
Polizze assicurative					1.337	1,0					1.478	1,1
Altre attività e passività					-156	-0,1					1.270	1,0
<b>Totale ANDP</b>					<b>128.218</b>	<b>100,0</b>					<b>132.516</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>												
<b>Investimenti immob.</b>	<b>3.463</b>	<b>2,7</b>	<b>215</b>	<b>0,2</b>	<b>3.678</b>	<b>2,9</b>	<b>3.402</b>	<b>2,6</b>	<b>147</b>	<b>0,1</b>	<b>3.549</b>	<b>2,7</b>
- immobili	1.778	1,4	-	-	1.778	1,4	1.651	1,2	-	-	1.651	1,2
- fondi immobiliari	1.416	1,1	215	0,2	1.631	1,3	1.425	1,1	147	0,1	1.572	1,2
- part. in società immob.	269	0,2	-	-	269	0,2	326	0,2	-	-	326	0,2

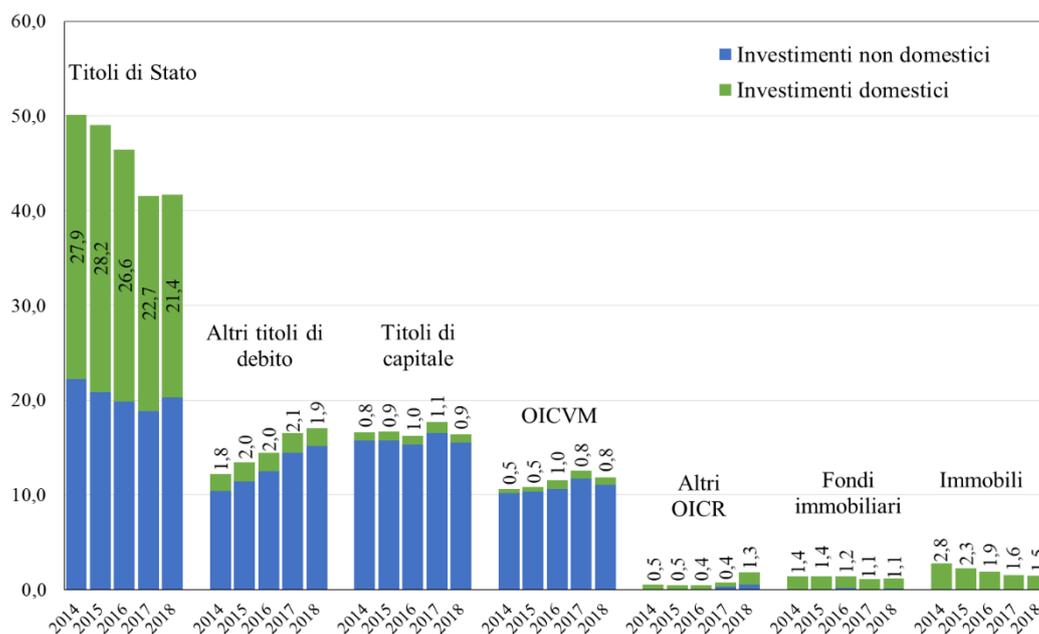
(1) I dati si riferiscono ai fondi pensione negoziali, ai fondi pensione aperti, ai fondi pensione preesistenti e ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo; per i Fondi pensione preesistenti, i dati sono relativi ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica; sono escluse le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

L'evoluzione nel quinquennio 2014-2018 delle componenti dell'attivo netto ripartite tra investimenti domestici e non domestici (cfr. Tav. 12) mostra che, nell'ambito della quota domestica, si riducono i titoli di Stato (6,5 punti percentuali), gli immobili (1,3 punti percentuali) e i fondi immobiliari (0,3 punti percentuali). Aumenti si registrano per le quote di OICVM (0,3 punti percentuali) e di altri OICR (0,8 punti percentuali); più marginali per gli altri titoli di debito e i titoli di capitale (0,1 punti percentuali per entrambe le categorie).

Tav. 12

**Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2014-2018<sup>(1)</sup>**

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



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

## *Il confronto tra Casse e Fondi pensione*

In sintesi, dalla composizione degli investimenti a fine 2018 delle Casse e dei Fondi pensione emerge che:

- nelle Casse gli OICVM costituiscono il principale strumento di investimento (25,5 per cento) e il peso degli investimenti immobiliari, ancorché in costante riduzione negli ultimi anni, resta comunque significativo (22,7 per cento); seguono i titoli di debito (22,5 per cento, di cui circa tre quarti costituiti da titoli di Stato) e i titoli di capitale (8,2 per cento);
- nei Fondi pensione restano prevalenti i titoli di debito (58,8 per cento del totale dell'attivo netto, di cui poco più di due terzi costituiti da titoli di Stato) seguiti dai titoli di capitale (16,4 per cento) e dagli OICVM (11,9 per cento). Gli investimenti immobiliari costituiscono, invece, una componente residuale (2,6 per cento) e per lo più concentrati nei fondi pensione preesistenti.

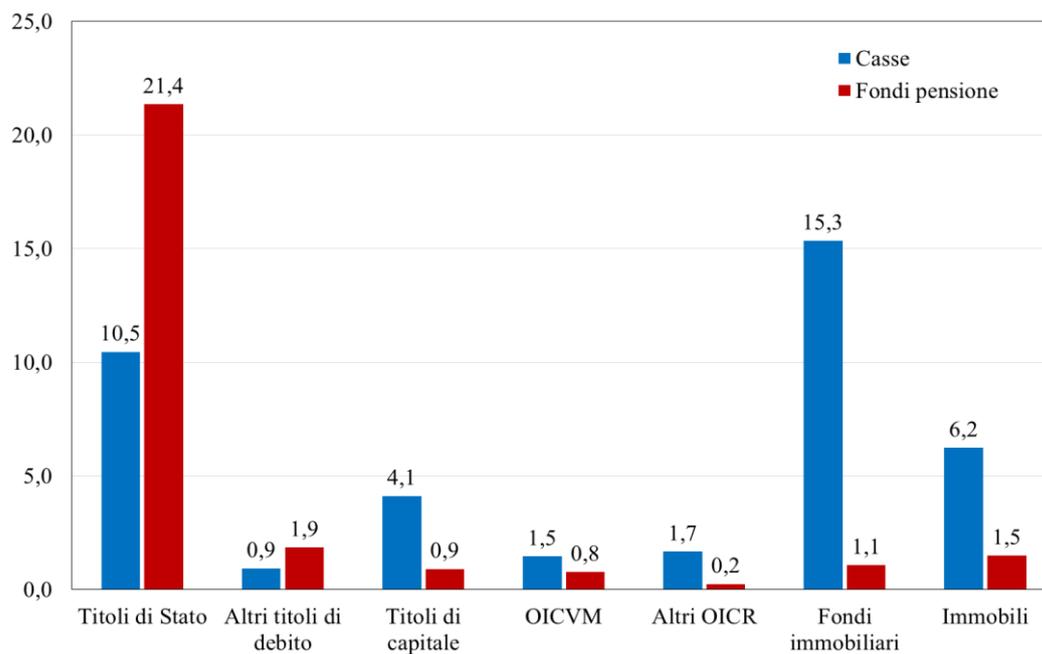
Per quanto riguarda le risorse allocate in Italia al 31 dicembre 2018 (cfr. Tav. 13), si osserva che:

- **le Casse hanno investito nell'economia italiana 35 miliardi di euro (40,2 per cento delle attività totali);** di cui:
  - 18,8 miliardi (21,6 per cento delle attività totali) in investimenti immobiliari;
  - 9,1 miliardi (10,5 per cento delle attività totali) in titoli di Stato;
  - 4,4 miliardi (5 per cento delle attività totali) in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 0,8 miliardi in obbligazioni e 3,6 miliardi in azioni;
  - 2,7 miliardi (3,1 per cento delle attività totali) in quote di OICR.
- **i Fondi pensione hanno investito nell'economia italiana 36,7 miliardi di euro (27,7 per cento delle attività totali);** di cui:
  - 28,3 miliardi (21,4 per cento dell'attivo netto) in titoli di Stato;
  - 3,4 miliardi (2,6 per cento dell'attivo netto) in investimenti immobiliari;
  - 3,7 miliardi (2,8 per cento dell'attivo netto) in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 2,5 miliardi in obbligazioni e 1,2 miliardi in azioni;
  - 1,3 miliardi (1 per cento dell'attivo netto) in 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 1,1 miliardi di euro e dai Fondi pensione per circa 245 milioni, le **risorse finanziarie destinate alle imprese italiane possono essere calcolate in 9,9 miliardi di euro (10,7 nel 2017), così suddivisi: 5,5 (5,6 nel 2017) investiti dalle Casse e 4,4 (5,1 nel 2017) impiegati dai Fondi pensione.** Gli investimenti sono costituiti per circa 3,3 miliardi (3,7 nel 2017) da strumenti obbligazionari, 3,4 miliardi (3,8 nel 2017) da strumenti azionari e 3,2 miliardi (invariato rispetto al 2017) 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 0,33 per cento.

**Casse e Fondi pensione. Investimenti domestici<sup>(1)</sup>**

(dati di fine 2018; valori in percentuale delle attività totali per le Casse e dell'attivo netto destinato alle prestazioni per i Fondi pensione)



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

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

A fine 2018, le attività finanziarie gestite in forma diretta totalizzano **58,8 miliardi** di euro (cfr. Tav. 14), il **79,8 per cento** del totale (in aumento di 3,2 punti percentuali rispetto al 2017); nell'ambito della gestione diretta, le quote di OICR ne costituiscono oltre i due terzi incrementandosi di quasi 3 punti percentuali rispetto al 2017.

Le attività finanziarie gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a **14,9 miliardi** di euro, il **20,2 per cento** del totale. Le attività gestite in convenzione fanno capo a 38 gestori. Il 43 per cento delle suddette risorse è appannaggio di 5 gestori con percentuali di *asset under management* tra il 5,3 e il 13,1 per cento; il resto è distribuito tra 33 gestori con percentuali che oscillano tra un minimo dello 0,3 e un massimo del 4,9 per cento delle risorse.

**Tav. 14**

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

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

	2017		2018	
	Importi	%	Importi	%
Gestione diretta	55.078	76,6	58.804	79,8
- di cui: quote di OICR	36.197	50,4	39.047	53,0
Gestione indiretta tramite mandati	16.810	23,4	14.880	20,2
<b>Totale attività finanziarie</b>	<b>71.888</b>	<b>100,0</b>	<b>73.684</b>	<b>100,0</b>

Con riferimento alla tipologia di intermediari a cui sono affidate le risorse in gestione (cfr. Tav. 15), il 37 per cento delle attività finanziarie fa capo a intermediari italiani (in aumento di 1,4 punti percentuali rispetto al 2017) – 9 SGR (due in meno rispetto all'anno precedente) e 7 banche – che gestiscono rispettivamente 30 e 15 mandati (32 e 17 nel 2017). Il restante 63 per cento fa capo a 22 intermediari esteri (due in meno rispetto all'anno precedente) che gestiscono complessivamente 32 mandati (39 nel 2017). 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'80 per cento (sostanzialmente invariata rispetto al 2017).

Tav. 15

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

Tipologia di intermediario	Numero intermediari		Numero mandati		Attività finanziarie in gestione			
	2017	2018	2017	2018	2017		2018	
					Importo	%	Importo	%
Imprese italiane								
SGR	11	9	32	30	3.943	23,4	3.522	23,7
Banche	7	7	17	15	2.044	12,2	1.989	13,3
<b>Totale</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>5.987</b>	<b>35,6</b>	<b>5.511</b>	<b>37,0</b>
Imprese di altri paesi	24	22	39	32	10.823	64,4	9.369	63,0
<b>Totale</b>	<b>42</b>	<b>38</b>	<b>88</b>	<b>77</b>	<b>16.810</b>	<b>100,0</b>	<b>14.880</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>								
Attività finanziarie gestite direttamente					55.078		58.804	
<b>Totale attività finanziarie</b>					<b>71.888</b>		<b>73.684</b>	

Osservando la composizione delle attività finanziarie nell'ambito delle due modalità di gestione emergono rilevanti differenze (cfr. Tav. 16). Nella **gestione diretta**, è comunque preponderante il ricorso **all'investimento in OICR: 39 miliardi** di euro, pari al **66,4 per cento**, costituiti da quote di OICVM per 20,3 miliardi e di altri OICR per 18,7 miliardi (di cui 14,2 fondi immobiliari). Sono inoltre presenti titoli di Stato per il 16,3 per cento; il complesso degli altri titoli di debito e dei titoli di capitale si attesta solo al 7,9 per cento.

La **gestione indiretta tramite mandati** è per il **34 per cento**, 5,1 miliardi di euro, investita in **titoli di Stato**; gli altri titoli di debito e i titoli di capitale, entrambi integralmente quotati, corrispondono, rispettivamente, al 24,4 e al 25,6 per cento. Le quote di OICVM hanno un'incidenza del 12,8 per cento; marginale è il peso degli altri OICR (0,8 per cento), per quasi la totalità costituiti da quote di fondi immobiliari.

Tav. 16

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

Attività	2017				2018			
	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%	Gestione diretta	%	Gestione indiretta	%
Liquidità	5.739	10,4	386	2,3	5.536	9,4	351	2,4
Titoli di Stato	8.243	15,0	5.833	34,7	9.589	16,3	5.060	34,0
Altri titoli di debito	1.600	2,9	3.407	20,3	1.287	2,2	3.632	24,4
Titoli di capitale	3.300	6,0	4.803	28,6	3.345	5,7	3.803	25,6
OICVM	19.390	35,2	2.165	12,9	20.290	34,5	1.909	12,8
Altri OICR	16.806	30,5	216	1,3	18.757	31,9	125	0,8
- di cui: fondi immobiliari	13.551	24,6	185	1,1	14.236	24,2	90	0,6
<b>Totale attività finanziarie</b>	<b>55.078</b>	<b>100,0</b>	<b>16.810</b>	<b>100,0</b>	<b>58.804</b>	<b>100,0</b>	<b>14.880</b>	<b>100,0</b>

Le attività finanziarie per le quali è operante un **depositario** ammontano a **29,5 miliardi di euro**, pari al 40 per cento del totale (42 nel 2017): **14,7 miliardi** si riferiscono alle attività finanziarie conferite in **gestione a intermediari specializzati**, rappresentandone la quasi totalità; i restanti **14,8 miliardi** si riferiscono ad attività finanziarie in **gestione diretta** di cui rappresentano circa un quarto 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 sull'intero sistema delle Casse dal punto di vista degli assetti regolamentari e organizzativi in materia di investimenti.

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.

Per quanto risulti apprezzabile 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 di normativa secondaria non risultino per esse cogenti ne abbia comportato una significativa rielaborazione. Di conseguenza, 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 disciplinano perlopiù 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 porre in essere), facendo quindi rinvio alla predisposizione di ulteriori elaborati.

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.

Alla luce della suddetta situazione, 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. Di conseguenza, i documenti volti a disciplinare i profili organizzativi e procedurali della gestione finanziaria dovranno essere depurati di quegli eventuali contenuti attinenti agli elementi sopra richiamati (in tal modo facendo peraltro venire meno l'esigenza di frequenti aggiornamenti dovuti all'evoluzione della politica di investimento perseguita e consentendo quindi di connotare siffatti documenti di quella tendenziale stabilità che gli è propria).

La chiarezza nella determinazione degli elementi caratteristici della politica di investimento, nell'attribuzione delle funzioni e delle responsabilità gestionali e nella definizione dei flussi

procedimentali 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. D'altronde, si tratta di ciò che la Direttiva IORP II richiede ai Fondi pensione proprio nell'ottica di migliorare i processi decisionali e la capacità di gestione dei rischi.

Anche gli assetti organizzativi delle Casse 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 relazione ai profili qui in esame va evidenziato che, pur non essendosi ancora concluso l'iter di emanazione del decreto volto a introdurre disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie, di conflitti di interesse e di depositario (di cui al citato art. 14 del Decreto legge 98/2011), l'attività di vigilanza svolta in questi anni dalla COVIP ha certamente stimolato, nonché – in taluni casi – accelerato il processo di definizione 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 2018 (in alcuni casi inerenti anche alle iniziative adottate – per i profili in esame – nei primi mesi del corrente anno).

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

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

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

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

- 16 Casse prevedono uno o più organismi consiliari consultivi in materia di investimenti, la cui composizione – per quanto piuttosto variegata – si caratterizza solitamente per la partecipazione dei soggetti, sia interni che esterni, coinvolti nel processo di investimento, perlopiù con funzioni di supporto alle istruttorie di competenza. In 5 di esse sono presenti

distinte commissioni competenti per la componente mobiliare e per quella immobiliare (per quest'ultima, talvolta con la sola funzione di esprimersi sulla congruità dei canoni di locazione e dei prezzi di compravendita);

- tutte le Casse dispongono di una struttura interna preposta agli investimenti, connotata dimensionalmente in termini assai variegati e in diversi casi costituita solamente in tempi recenti e quindi non ancora pienamente implementata; 9 Casse dispongono inoltre di una unità organizzativa specificamente dedicata agli investimenti immobiliari, che in un caso si occupa perlopiù di fornire supporto – sulla base di un apposito contratto – alla società incaricata, dal gestore del fondo immobiliare a cui la Cassa ha apportato la quasi totalità dei propri immobili, dell'attività di *property e facility management* inerente a tali cespiti;
- 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 avvalse anche di ulteriori incarichi consulenziali per l'approfondimento di specifici aspetti della gestione finanziaria, quali profili legali, fiscali e, più di recente, profili connessi alle tematiche ESG (*Environmental, Social and Governance*). Per completezza va poi aggiunto che 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 finanziaria<sup>2</sup>**

- **Gestori:** delle 13 Casse che hanno fatto ricorso a mandati di gestione conferiti a intermediari specializzati, quelle che hanno avviato mandati a partire dal 2012 sono 7. Di queste, 3 Casse risultano aver conferito i mandati secondo le procedure di cui al Decreto lgs. 163/2006 o al Decreto lgs. 50/2016 (per completezza va poi aggiunto che una di esse, per l'affidamento più recente, ha invece esperito una gara a evidenza pubblica svolta non secondo le suddette procedure); le altre 4 hanno seguito modalità procedurali diverse (*beauty contest*, valutazione quali-quantitativa sulla base di specifici *database* finanziari). Sempre 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 10 Casse che si avvalgono di tale servizio (una in più rispetto a quanto rilevato per il 2017), 8 sono quelle che hanno conferito l'incarico secondo le procedure di

---

<sup>2</sup> 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).

cui al Decreto lgs. 163/2006 o al Decreto lgs. 50/2016; 2 Casse risultano aver conferito l'incarico nel 2009 e nel 2010 sulla base di modalità procedurali diverse;

- Advisor: 19 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 esse 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. Solamente una Cassa risulta aver conferito l'incarico, successivamente al 2012, sulla base di modalità procedurali diverse.

#### ***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.