



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 2021

AVVERTENZE

Nelle tavole sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

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

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

PREMESSA

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

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.

Al riguardo, la COVIP non può che evidenziare, ancora una volta, l'importanza di portare a completamento tale *iter*, che consentirebbe di disporre di una cornice normativa oggettivamente utile, alla stregua di quanto accade per gli altri investitori istituzionali.

Va, tra l'altro, sottolineato come lo schema di regolamento in attesa di emanazione dovrebbe privilegiare un approccio più di ordine qualitativo, in base a principi e criteri di sana e prudente gestione, che quantitativo – garantendo dunque la sufficiente flessibilità per consentire alle singole casse di previdenza l'adozione di scelte gestionali autonome e responsabili in ragione delle rispettive specificità – e portare, al contempo, a una più completa definizione di processi decisionali lineari e tracciabili.

In quest'ottica, il completamento del quadro regolamentare favorirebbe il rafforzamento strutturale delle casse di previdenza, rendendo più efficace l'operatività delle stesse in un ambito, quello delle scelte di investimento, fortemente sollecitato dalla complessità dei mercati finanziari.

Il rafforzamento agevolerebbe 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, essendo soggetti che gestiscono un capitale che guarda al lungo periodo.

Da un lato, infatti, le casse di previdenza possono fornire un contributo di stabilizzazione a mercati caratterizzati da momenti di elevata volatilità. Dall'altro un quadro regolamentare definito consentirebbe loro di adottare con maggiore tranquillità e consapevolezza decisioni che

¹ Le casse di previdenza sono in tutto 20, sono costituite in forma di associazione o fondazione, hanno come platea di riferimento varie categorie di liberi professionisti e, in taluni casi, di lavoratori dipendenti; 16 casse presentano quale principale finalità l'erogazione di prestazioni pensionistiche di base, tre casse hanno quale scopo l'erogazione di prestazioni aggiuntive rispetto a quelle dell'Assicurazione Generale Obbligatoria, mentre una cassa (ONAOISI) è volta esclusivamente all'erogazione di prestazioni di carattere assistenziale a favore degli orfani di alcune categorie di professionisti. Due delle casse (INPGI ed ENPAIA) ex Decreto lgs. 509/1994 (complessivamente pari a 15) hanno inoltre istituito al loro interno rispettivamente una e due gestioni patrimonialmente separate ai sensi del Decreto lgs. 103/1996, destinate a specifiche collettività di riferimento. In Appendice è riportata la lista completa delle singole casse come risultante a fine 2021; al riguardo va ricordato che la Legge di Bilancio 2022 (art. 1, commi 103-118, Legge 30 dicembre 2021, n. 234) ha disposto, a far data dal 1° luglio 2022, il trasferimento all'INPS della funzione previdenziale svolta dall'INPGI in regime sostitutivo dell'AGO.

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.

In un contesto nel quale il quadro normativo risulta 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, anche 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.

Tale sistema è stato riorganizzato in profondità attraverso la messa a punto del nuovo Manuale delle segnalazioni statistiche e di vigilanza, al termine di un'ampia procedura di pubblica consultazione corredata anche di incontri con gli enti del settore. Il percorso evolutivo verso il nuovo assetto del sistema di rilevazione dei dati, sul quale i Ministeri del Lavoro e dell'Economia sono stati informati con continuità, si è concluso con l'emanazione del Manuale avvenuta agli inizi del 2021.

Il nuovo assetto delle segnalazioni mette a fattor comune l'esperienza positiva maturata nel settore della previdenza complementare, nel quale analogo sistema è già stato introdotto qualche anno fa, in linea con le migliori pratiche di raccolta dei dati sul portafoglio degli investitori istituzionali adottate a livello internazionale.

Con i nuovi schemi segnaletici la COVIP ha inteso, da un lato, disporre di più approfonditi elementi di valutazione per migliorare le proprie capacità di analisi della gestione finanziaria delle casse di previdenza; dall'altro, ammodernare la strumentazione tecnica dedicata all'acquisizione e allo sfruttamento dei dati avvalendosi delle tecnologie informatiche ora disponibili.

Preceduto da una fase preliminare di test tecnici, che ha visto il coinvolgimento di un campione limitato di casse di previdenza, e da una successiva fase di sperimentazione, alla quale ha partecipato l'intero settore, il nuovo sistema è entrato nella fase di piena operatività agli inizi del 2022 con l'invio delle segnalazioni riferite al 2021.

* * *

In questi anni di attività nel settore delle casse di previdenza, la COVIP ha acquisito una importante quantità di dati e di informazioni 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 2021 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.

Quest'anno il Quadro di sintesi è stato prodotto per la prima volta utilizzando le informazioni e i dati raccolti tramite il nuovo sistema delle segnalazioni statistiche e di vigilanza. Seppur sia stato fatto ogni sforzo per assicurare la continuità e la congruenza dei dati pubblicati con quelli degli anni precedenti, i confronti intertemporali sono da effettuarsi con cautela, in quanto revisioni e integrazioni dei dati sono tutt'ora possibili.

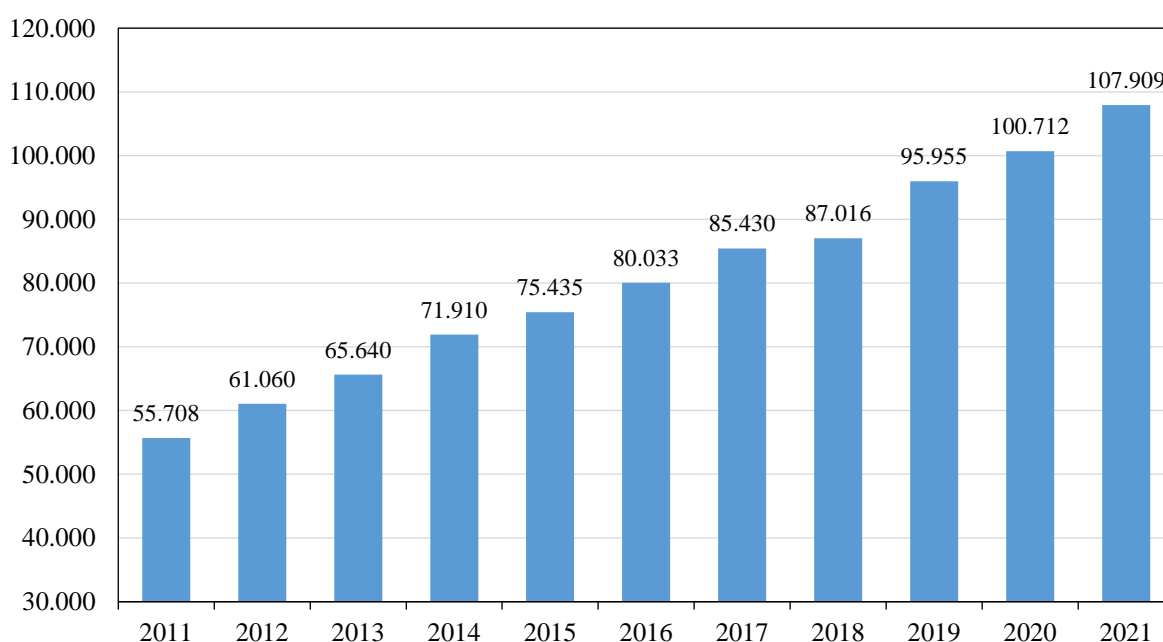
1. LE RISORSE DEL SETTORE

Negli ultimi dieci anni la dimensione del settore delle casse di previdenza è quasi raddoppiata: l'attivo totale a valori di mercato è infatti passato da **55,7** a **107,9** miliardi di euro (*cfr. Tav.1*). Su tutto il periodo di osservazione l'incremento complessivo, pari al **93,7 per cento**, corrisponde a una crescita media su base annua 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)



Tra le singole casse di previdenza si registrano differenze anche ampie nelle attività e nelle rispettive dinamiche di crescita (*cfr. Tav. 2*). Nelle 5 casse di maggiori dimensioni si concentra il 74,6 per cento dell'attivo totale, in crescita rispetto al 68,6 per cento del 2011 (a ENPAM fa capo il 25,6 per cento del totale, seguono CASSA FORENSE con il 16,7, INARCASSA con il 13,1, CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI con il 10,9 ed ENASARCO con l'8,3); le prime 3 casse raggruppano il 55,4 per cento del totale rispetto al 46,9 del 2011.

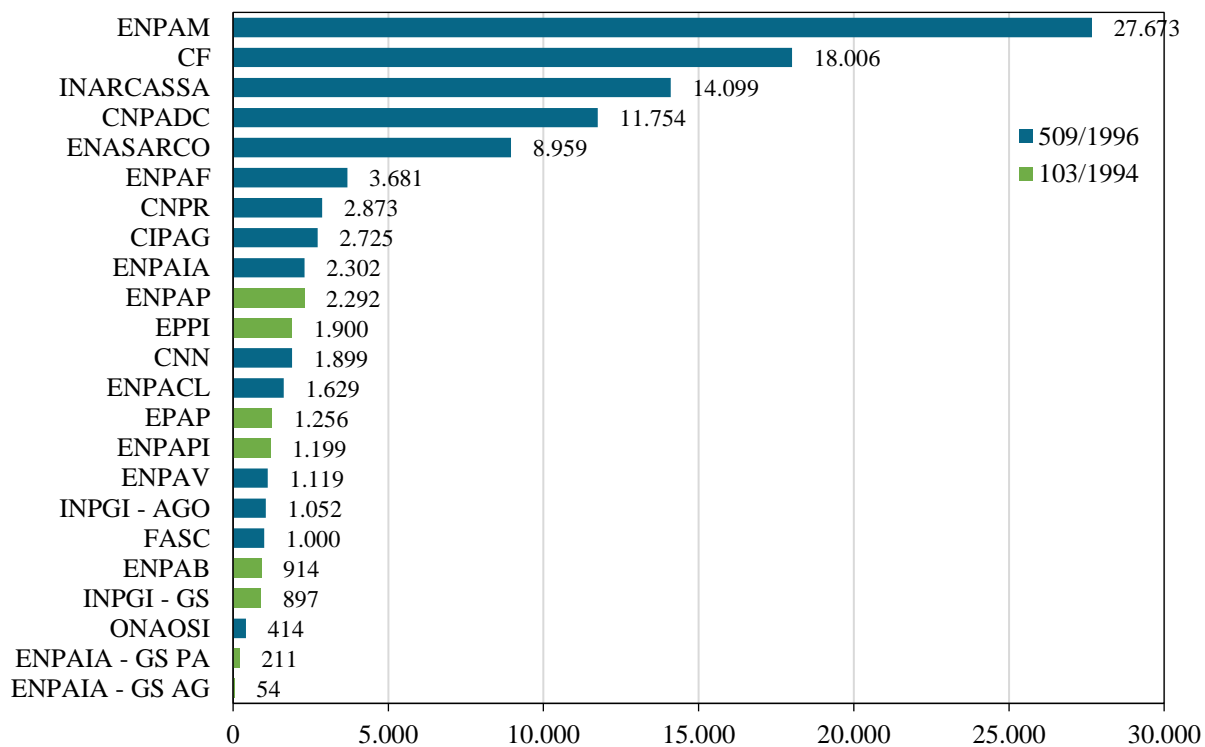
Su un orizzonte decennale, le casse di previdenza più grandi mostrano anche tassi di crescita dell'attivo superiori a quello generale: in particolare, per le prime 5 casse esso si attesta in media al 7,7 per cento su base annua, con punte superiori al 10 per cento in due di esse (CASSA

FORENSE E CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI); nelle restanti casse l'incremento medio annuo è stato inferiore, pari al 4,6 per cento.

Tav. 2

Totale attivo per singola cassa di previdenza

(dati di fine 2021; importi in milioni di euro; ordinamento per totale attivo)



Le differenze nella dimensione dell'attivo delle singole casse di previdenza e nei rispetti tassi di crescita dipendono da una pluralità di fattori, quali la redditività degli investimenti e l'andamento dei saldi previdenziali; su questi ultimi incidono i regimi contributivi e prestazionali, oltre che le caratteristiche reddituali e socio-demografiche dei diversi bacini di riferimento. Rispetto a una platea complessiva di 1,787 milioni di iscritti e 475.000 pensionati, nel 2021 il saldo per contributi incassati e prestazioni erogate ha totalizzato 3 miliardi di euro; il deciso aumento rispetto ai 2 miliardi del 2020, anno nel quale hanno pesato le ricadute occupazionali e reddituali della pandemia da Covid-19, ha consentito al flusso netto tra contributi e prestazioni di riportarsi su valori in linea con quelli registrati negli anni precedenti allo scoppio della pandemia. In particolare, a fronte di 11,2 miliardi (10,3 nel 2020) di contributi incassati, sono state erogate prestazioni per 8,2 miliardi (8,3 nel 2020).

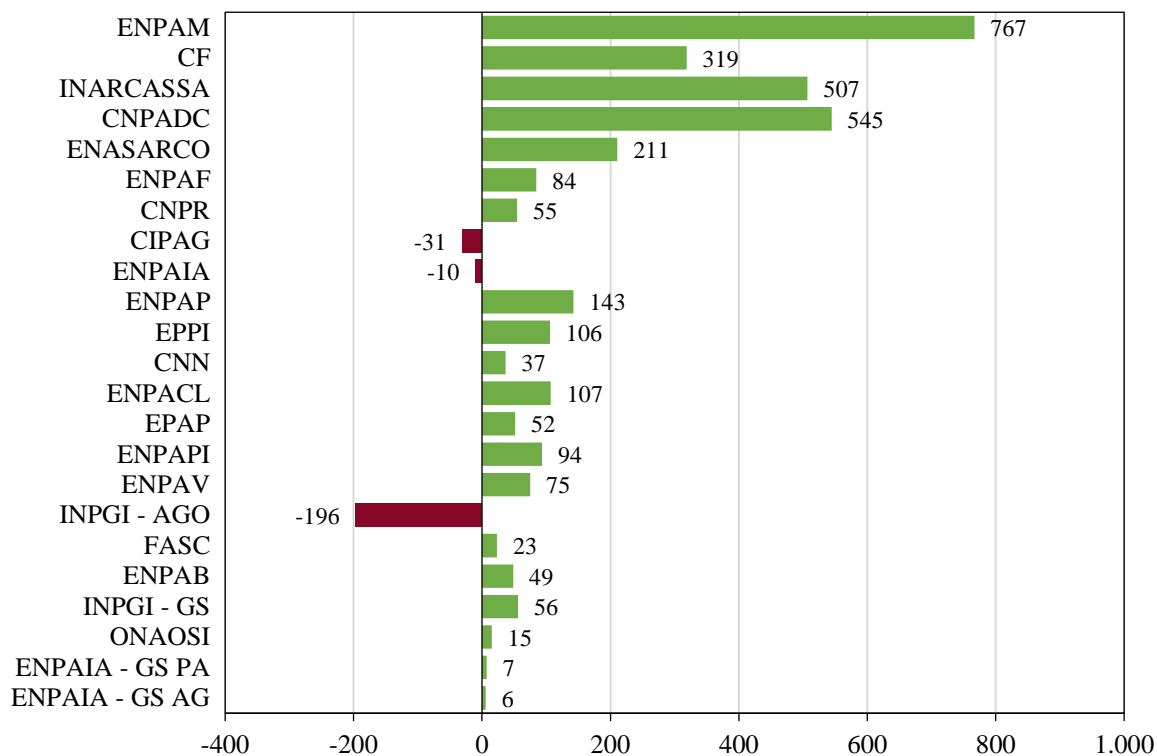
Tra le singole casse di previdenza, le prime 5 concentrano il 78 per cento del saldo tra contributi e prestazioni, pari a 2,3 miliardi di euro. Alle due casse, CASSA GEOMETRI e INPGI – gestione AGO, per le quali già da alcuni anni le prestazioni erogate superano i contributi

incassati, si aggiunge ENPAIA che registra un saldo marginalmente negativo (cfr. Tav. 3). In tutti gli altri casi, la differenza è positiva e in rapporto all'attivo è pari in media al 4,5 per cento.

Tav. 3

Saldo per contributi e prestazioni per singola cassa di previdenza

(flussi di cassa anno 2021; importi in milioni di euro; ordinamento per totale attivo)



2. LA COMPOSIZIONE DELL'ATTIVO

2.1. Il quadro aggregato

Alla fine del 2021 l'attivo totale delle casse di previdenza riportato a valori di mercato è di **107,9 miliardi** di euro (cfr. Tav. 4), in crescita di **7,2 miliardi** rispetto all'anno precedente (il **7,1 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)

| | 2020 | | 2021 | |
|--|----------------|--------------|----------------|--------------|
| | Importi | % | Importi | % |
| Attività | | | | |
| Liquidità | 8.297 | 8,2 | 7.164 | 6,6 |
| Titoli di Stato | 15.781 | 15,7 | 14.746 | 13,7 |
| Altri titoli di debito | 4.295 | 4,3 | 5.769 | 5,3 |
| - quotati | 3.910 | 3,9 | 5.480 | 5,1 |
| - non quotati | 386 | 0,4 | 289 | 0,3 |
| Titoli di capitale | 7.095 | 7,0 | 7.759 | 7,2 |
| - quotati | 5.383 | 5,3 | 5.891 | 5,5 |
| - non quotati | 1.712 | 1,7 | 1.868 | 1,7 |
| OICVM | 29.884 | 29,7 | 34.922 | 32,4 |
| - di cui: titoli di debito | 16.316 | 16,2 | 19.028 | 17,6 |
| - di cui: titoli di capitale | 11.365 | 11,3 | 12.821 | 11,9 |
| Altri OICR | 21.181 | 21,0 | 23.480 | 21,8 |
| - di cui: fondi immobiliari | 14.875 | 14,8 | 15.556 | 14,4 |
| - di cui: fondi di private equity/debt | 2.686 | 2,7 | 4.017 | 3,7 |
| Immobili | 4.179 | 4,1 | 3.678 | 3,4 |
| Partecipazioni in società immobiliari | 521 | 0,5 | 546 | 0,5 |
| Polizze assicurative | 591 | 0,6 | 618 | 0,6 |
| Altre attività | 8.888 | 8,8 | 9.228 | 8,6 |
| - di cui: crediti contributivi | 7.785 | 7,7 | 8.088 | 7,5 |
| Totale attività | 100.712 | 100,0 | 107.909 | 100,0 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | |
| Investimenti immobiliari | 19.575 | 19,4 | 19.779 | 18,3 |
| - immobili | 4.179 | 4,1 | 3.678 | 3,4 |
| - fondi immobiliari | 14.875 | 14,8 | 15.556 | 14,4 |
| - partecipazioni in società immobiliari | 521 | 0,5 | 546 | 0,5 |
| Investimenti obbligazionari | 36.392 | 36,2 | 39.452 | 36,6 |
| - titoli di Stato | 15.781 | 15,7 | 14.746 | 13,7 |
| - altri titoli di debito | 4.295 | 4,3 | 5.769 | 5,3 |
| - titoli di debito sottostanti gli OICVM | 16.316 | 16,2 | 19.028 | 17,6 |
| Investimenti azionari | 18.460 | 18,3 | 20.580 | 19,1 |
| - titoli di capitale | 7.095 | 7,0 | 7.759 | 7,2 |
| - titoli di capitale sottostanti gli OICVM | 11.365 | 11,3 | 12.821 | 11,9 |

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

I **titoli di debito** ammontano a 20,5 miliardi di euro, circa 400 milioni in più rispetto al 2020. Alla diminuzione dei **titoli di Stato**, scesi di circa 1 miliardo per un controvalore di 14,7 miliardi a fine 2021, si contrappone l'aumento degli **altri titoli di debito**, da 4,3 a 5,8 miliardi, imputabile per intero alla crescita delle obbligazioni quotate.

I **titoli di capitale** sono 7,8 miliardi di euro, circa 700 milioni in più rispetto al 2020; l'incremento ha interessato sia i titoli quotati, cresciuti da 5,4 a 5,9 miliardi, sia quelli non quotati, da 1,7 a 1,9 miliardi.

Il controvalore delle **quote di OICR** è pari a 58,4 miliardi di euro. Nel confronto con il 2020, la crescita di 7,3 miliardi è per 5 miliardi imputabile alle **quote di OICVM**, passate da 29,9 a 34,9 miliardi, e per 2,3 miliardi agli **altri OICR**, saliti da 21,2 a 23,5 miliardi; in quest'ultimo caso, i fondi immobiliari aumentano di circa 700 milioni di euro e gli altri OICR di tipo mobiliare, ivi inclusi i fondi di *private equity* e *private debt*, aumentano da 6,3 a 7,9 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 2021:

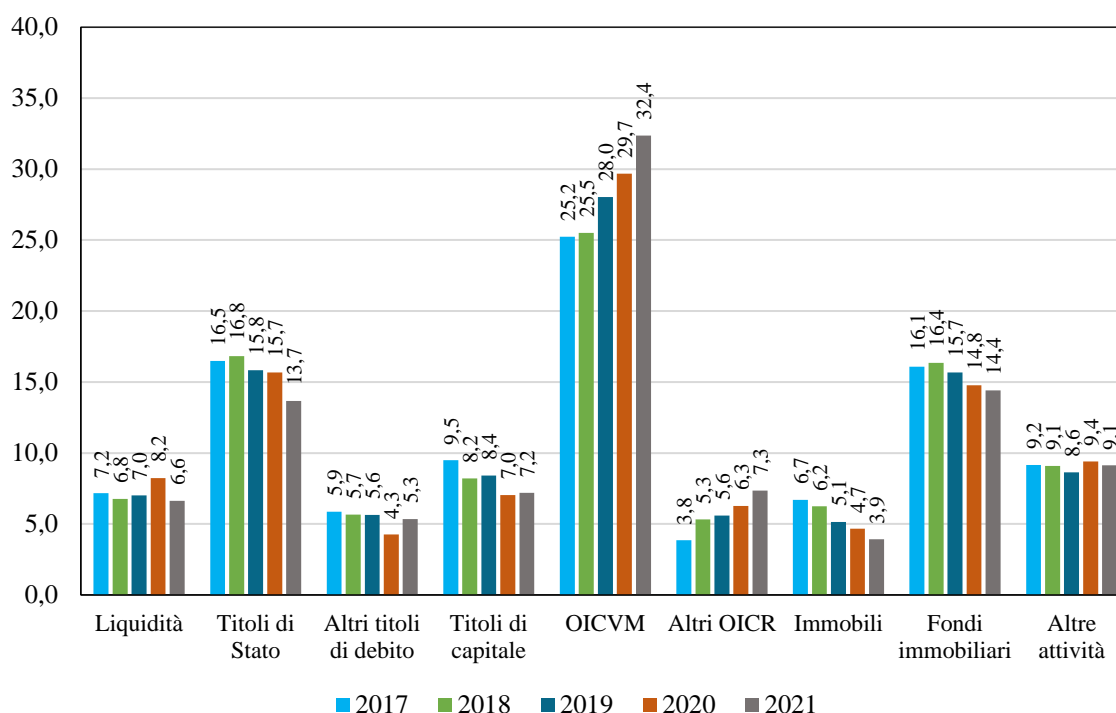
- gli **investimenti immobiliari**, 19,8 miliardi di euro (19,6 nel 2020), continuano a scendere in percentuale dell'attivo (18,3 contro 19,4 per cento); tra le diverse componenti, diminuisce l'incidenza delle quote di fondi immobiliari (dal 14,8 al 14,4 per cento) e prosegue la discesa del peso degli immobili detenuti direttamente (dal 4,1 al 3,4 per cento);
- gli **investimenti in titoli di debito**, 39,5 miliardi (36,4 nel 2020), formano il 36,6 per cento dell'attivo, in crescita di 0,4 punti percentuali rispetto al 2020; tra le diverse componenti, diminuiscono gli investimenti diretti (dal 20 al 19 per cento) mentre aumentano quelli sottostanti gli OICVM (dal 16,2 al 17,6 per cento);
- gli **investimenti in titoli di capitale**, 20,6 miliardi di euro (18,5 nel 2020), costituiscono il 19,1 per cento dell'attivo, in aumento rispetto al 18,3 del 2020; l'incremento si registra sia per gli investimenti diretti (dal 7 al 7,2 per cento) sia per quelli sottostanti gli OICVM (dall'11,3 all'11,9 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 22,8 per cento del 2017 al 18,3 del 2021 ancorché, in valore assoluto, il totale complessivo resti rilevante (19,8 miliardi di euro rispetto ai 19,5 del 2017);
- la diminuzione dei **titoli di Stato**, dal 16,5 per cento del 2017 al 13,7 del 2021; è scesa anche la quota degli **altri titoli di debito** dal 5,9 al 5,3 per cento;
- l'aumento rilevante delle quote di **OICR** che, considerate al netto dei fondi immobiliari, salgono dal 29,1 per cento del 2017 al 39,7 del 2021;
- la diminuzione dei **titoli di capitale**, dal 9,5 per cento del 2017 al 7,2 del 2021.

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 **19,8 miliardi** di euro; l'incidenza sul totale dell'attivo è del 18,3 per cento rispetto al 19,4 del 2020.

In 3 casi (tre in meno rispetto all'anno precedente), la componente immobiliare supera il 30 per cento delle attività; in uno di questi, l'incidenza è superiore al 60 per cento.

Gli **immobili di proprietà** delle casse di previdenza totalizzano **3,7 miliardi** di euro (di cui, 558 milioni formati da cespiti strumentali), costituendo il 3,4 per cento delle attività. Nell'ultimo quinquennio, la tendenza alla riduzione è pertanto proseguita sia in valore assoluto sia in percentuale dell'attivo: 1,5 miliardi di euro in meno, pari a 2,7 punti percentuali, rispetto al 2017.

Per localizzazione geografica, nelle due maggiori città italiane si concentra il 90 per cento degli immobili, ubicati per tre quarti a Roma e un quarto a Milano. La destinazione d'uso prevalente è quella residenziale (39,5 per cento), seguita dall'uso uffici (30,8 per cento).

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

la componente maggioritaria degli investimenti immobiliari delle casse di previdenza, **15,6 miliardi** di euro. Se confrontati con il dato di fine 2017 emerge un aumento in valore assoluto di circa 1,8 miliardi di euro sebbene il peso percentuale di tale componente risulti in diminuzione (-1,7 punti percentuali).

È ubicato in Italia l'86,7 per cento degli immobili sottostanti i fondi immobiliari. La destinazione d'uso prevalente è uffici (53,1 per cento), seguita da commerciale (18,7 per cento) e residenziale (15 per cento).

Completano il quadro le **partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse di previdenza** che ammontano a **546 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 **39,5 miliardi** di euro; essi costituiscono il 36,6 per cento delle attività, di poco superiore rispetto al 36,2 per cento del 2020.

Senza considerare quelli sottostanti gli OICVM, in **titoli di debito sono investiti 20,5 miliardi** di euro, corrispondenti al 19 per cento delle attività; l'incidenza diminuisce rispetto al 20 per cento del 2020. 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 **14,8 miliardi** di euro:

- costituiscono il **13,7 per cento** dell'attivo, in calo di circa 2 punti rispetto al 2020;
- per il **89,4 per cento** sono formati da **emittenti sovrani dell'Area dell'euro**, 9 punti percentuali in più rispetto al 2020; di questi i titoli italiani costituiscono il 65,1 per cento, circa 2,6 punti percentuali in più del 2020. Sono in aumento dal 6,7 al 7,2 per cento i titoli degli Stati Uniti mentre quelli del Giappone sono sostanzialmente stabili e pari allo 0,5 per cento; diminuiscono dal 2,2 allo 0,7 per cento anche i titoli di Stati non aderenti all'OCSE.

Gli **altri titoli di debito**, pari a **5,8 miliardi** di euro:

- corrispondono al **5,3 per cento** dell'attivo, in aumento dal 4,3 per cento del 2020;
- per il **52,8 per cento** sono emissioni di residenti in **Paesi dell'Area dell'euro**, in aumento di 7,8 punti percentuali rispetto al 2020. I titoli degli altri Paesi dell'Unione Europea (UE) scendono dal 10,8 al 3,5 per cento mentre quelli degli emittenti di altri Paesi aderenti all'OCSE aumentano dal 7,2 all'11,5 per cento, andamenti in parte imputabili all'uscita dall'UE del Regno Unito. Diminuisce inoltre dal 31,6 al 26,1 per cento la quota di titoli di residenti negli Stati Uniti. I titoli dei residenti in Giappone restano stabili all'1,3 per cento;
- per il **51,2 per cento** (45,4 nel 2020) sono emessi da **imprese finanziarie**;
- per il **95 per cento** (91 nel 2020) sono **quotati**.

Gli **investimenti obbligazionari sottostanti gli OICVM** ammontano a **19 miliardi** di euro, il 17,6 per cento delle attività, crescendo di 1,4 punti percentuali rispetto al 2020.

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

- è per il **56,9 per cento** costituito da **titoli corporate** (62,7 per cento nel 2020), di cui circa un quarto concentrati nel settore finanziario;
- è investito per il **34,4 per cento** in **Paesi dell'Area dell'euro** (32,2 nel 2020), per il 29,3 per cento negli Stati Uniti (30 nel 2020) e per il 17,8 per cento nei Paesi non aderenti all'OCSE (18,5 per cento nel 2020).

Investimenti azionari

I **titoli azionari**, ivi inclusi quelli sottostanti gli OICVM detenuti dalle casse di previdenza, totalizzano **20,6 miliardi** di euro; essi costituiscono il 19,1 per cento delle attività, in aumento dal 18,3 del 2020.

Senza considerare quelli sottostanti gli OICVM, i **titoli di capitale** ammontano a **7,8 miliardi** di euro, il 7,2 per cento delle attività, salendo di 0,2 punti percentuali dall'anno precedente. Di questi, circa 1,5 miliardi sono costituiti da quote del capitale della Banca d'Italia.

Più in dettaglio:

- il **77,6 per cento** (70,1 nel 2020) è investito nell'**Area dell'euro**. Gli Stati Uniti scendono al 13,2 per cento (16,9 nel 2020) così come le quote degli altri Paesi dell'UE dal 3 allo 0,6 per cento e gli investimenti in titoli del Giappone dal 3,9 al 3 per cento; diminuiscono dal 4,8 al 4,6 per cento anche i titoli dei Paesi aderenti all'OCSE;
- il **40,7 per cento** (38 nel 2020) fa capo al **settore finanziario**; aumentano le *utilities* dal 15,7 al 17 per cento, il settore energetico dal 9,6 al 10,2 per cento e il settore sanitario dal 2,3 al 4,3 per cento; diminuiscono, invece, i settori legati ai beni di consumo sia ciclici che non ciclici, complessivamente dal 13,4 al 9,4 per cento, e dell'*information technology* dal 5,8 al 4,5 per cento.

Gli **investimenti azionari sottostanti gli OICVM** ammontano a **12,8 miliardi** di euro, l'11,9 per cento delle attività, 0,6 punti percentuali in più rispetto al 2020.

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

- è investito per il **34,2 per cento** (31,5 nel 2020) negli **Stati Uniti**; segue il gruppo di Paesi non aderenti all'OCSE, che si attesta al 19,8 per cento (22,4 nel 2020), e l'Area dell'euro con il 21,2 per cento, in calo dal 21,5 del 2020;
- è costituito da azioni del settore dei **beni di consumo** per una quota del **23,7 per cento** (22,9 nel 2020). Seguono l'*information technology* con il 21,7 per cento (19,9 nel 2020), il settore finanziario con il 16,6 per cento (15,6 nel 2020) e l'industriale con il 12,8 per cento (11,9 nel 2020).

OICR diversi dagli OICVM

Gli **OICR diversi dagli OICVM** ammontano a **23,5 miliardi** di euro, il **21,8 per cento** delle attività totali (in aumento di 0,8 punti percentuali rispetto al 2020); per essi sussistono inoltre 5,9 miliardi di euro di residui impegni di sottoscrizione.

Più in dettaglio:

- **15,6 miliardi** sono costituiti da **fondi immobiliari** (66,2 per cento del totale). Il 92 per cento fa capo a fondi di tipo chiuso e il 90 a fondi di diritto italiano; più dei tre quarti fa capo a 5 gestori. 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 130 strumenti finanziari di tal genere;
- **7,9 miliardi** sono costituiti da **fondi diversi da quelli immobiliari** (33,8 per cento); di questi, i fondi di *private equity* totalizzano 3,1 miliardi e quelli di *private debt* 0,9 miliardi. Il 73,7 per cento del totale fa capo a fondi di tipo chiuso e il 72,3 a fondi di diritto estero; i due quinti è di pertinenza dei primi 5 gestori. Circa un ottavo dei fondi diversi da quelli immobiliari è riferibile a strumenti detenuti da una cassa integralmente o quasi. Nei portafogli delle casse sono complessivamente presenti 422 strumenti finanziari di tal genere.

Altre componenti

Nelle attività complessivamente detenute dalle casse di previdenza figurano inoltre: **liquidità** – comprensiva dei depositi bancari – per 7,2 miliardi di euro (6,6 per cento del totale, 1,6 punti percentuali in meno rispetto al 2020); **polizze assicurative** per 618 milioni (0,6 per cento), di cui 468 di ramo V, 35 di ramo III e 114 di ramo I; **altre attività** per 9,2 miliardi (8,6 per cento), di cui 8,1 miliardi rappresentativi di **crediti di natura contributiva** (7,5 per cento).

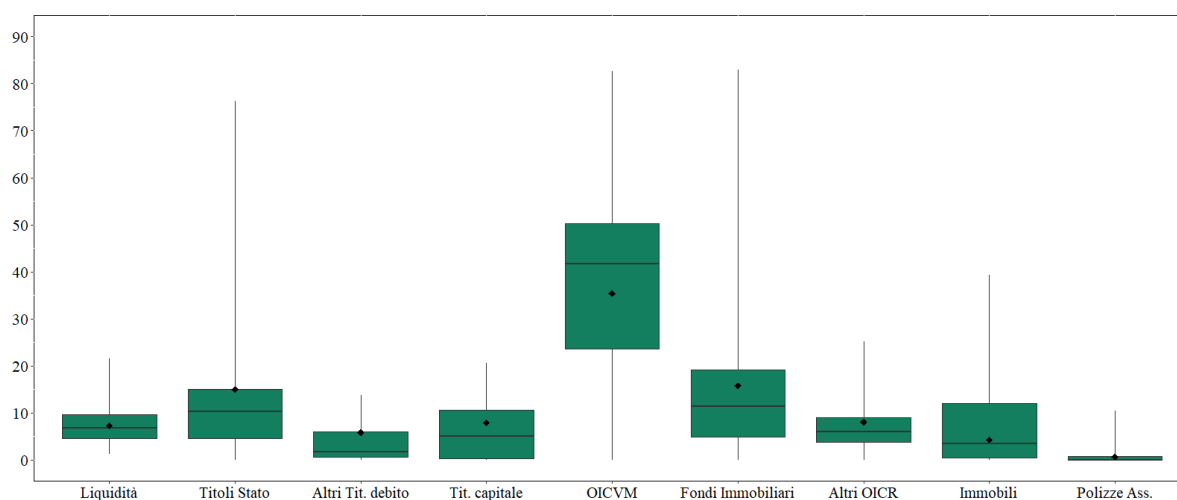
Le suddette **altre attività** tengono conto del valore di mercato degli strumenti finanziari derivati impiegati da 6 casse, principalmente con finalità di copertura del rischio di cambio riferito a investimenti denominati in divisa diversa dall'euro, che nel complesso è risultato negativo per 29,4 milioni di euro.

2.2. I portafogli delle casse di previdenza

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

Tav. 6

Casse di previdenza. Distribuzione delle componenti delle attività investite
(dati di fine 2021; 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.

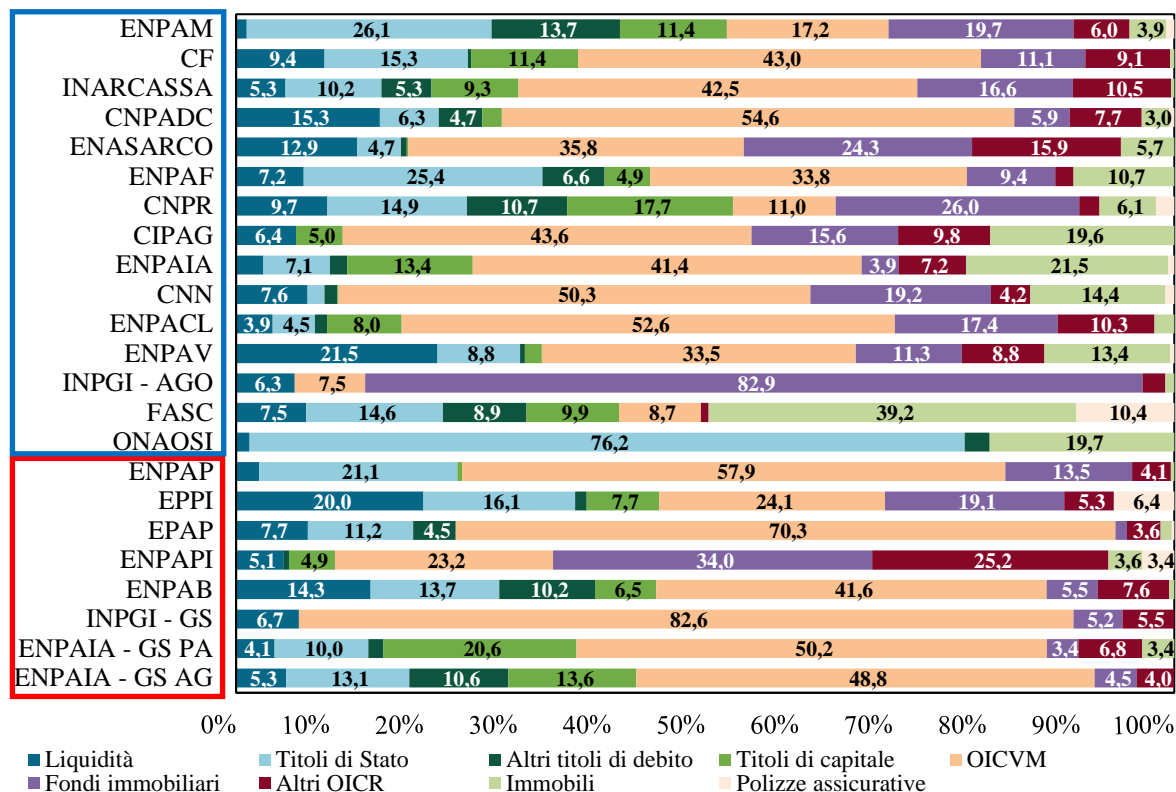
Attraverso un diagramma c.d. *box and whiskers plot* si rappresenta, per ciascuna componente dell’attivo investito, la dispersione tra le casse di previdenza e si documenta l’ampia variabilità per quasi tutte quelle principali (*cf.* Tav. 6). In particolare, il campo di variazione delle quote detenute è elevato per i titoli di Stato (**0-76 per cento**, la metà dei casi con percentuali comprese tra il **5** e il **15 per cento**), per gli OICVM (**0-82 per cento**, la metà dei casi tra il **24** e il **50 per cento**). Mostrano una dispersione elevata anche i fondi immobiliari (**0-83 per cento**, la metà dei casi tra il **5** e il **19 per cento**) e gli immobili, comprensivi delle partecipazioni in società immobiliari controllate (**0-39 per cento**, la metà dei casi compresi tra lo **0,5** e il **12 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 (cfr. Tav. 7).

Tav. 7

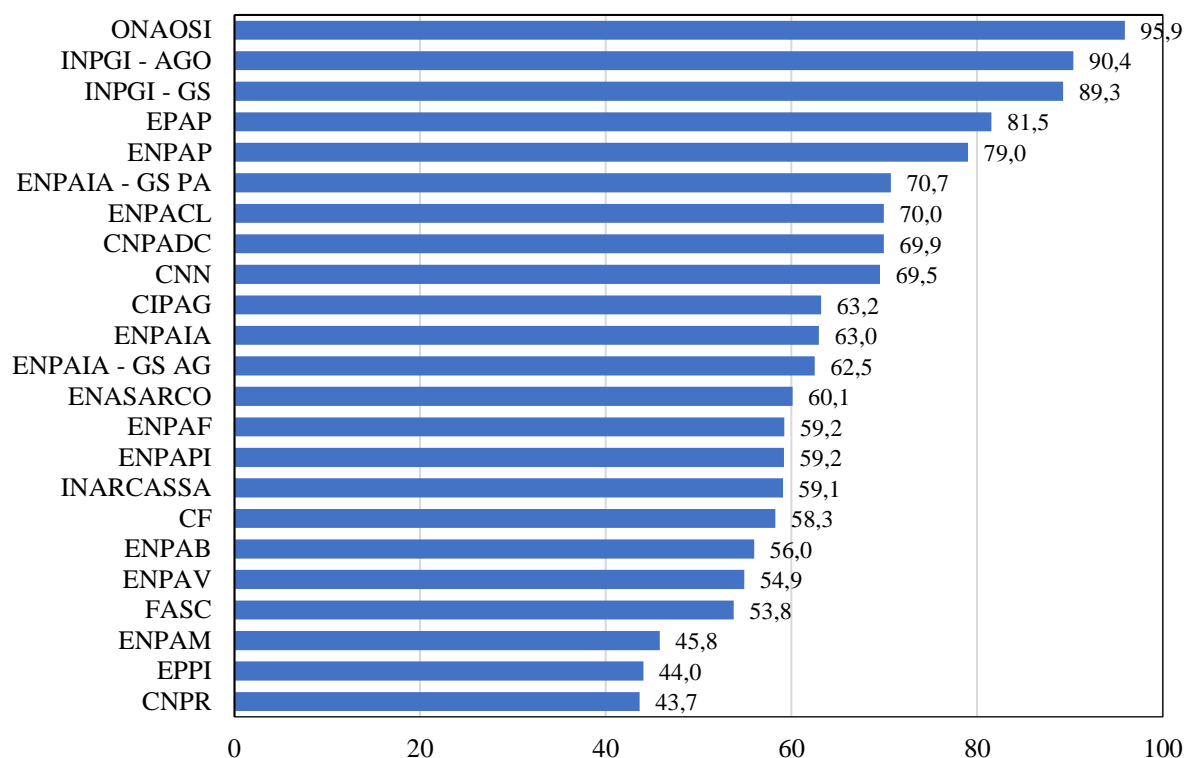
Casse di previdenza. Attività investite suddivise per componenti

(dati di fine 2021; valori percentuali)



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

Ulteriori elementi sulle caratteristiche della gestione finanziaria delle singole casse di previdenza possono essere tratti confrontando il peso delle prime due componenti delle attività investite sul totale (cfr. Tav. 8). Ne emerge un'ampia variabilità, dal 43,7 per cento di CASSA RAGIONIERI al 90,4 per cento di INPGI – gestione AGO fino al 95,9 per cento di ONAOSI.

Casse di previdenza. Attività investite. Peso delle prime due componenti*(dati di fine 2021; valori percentuali)*

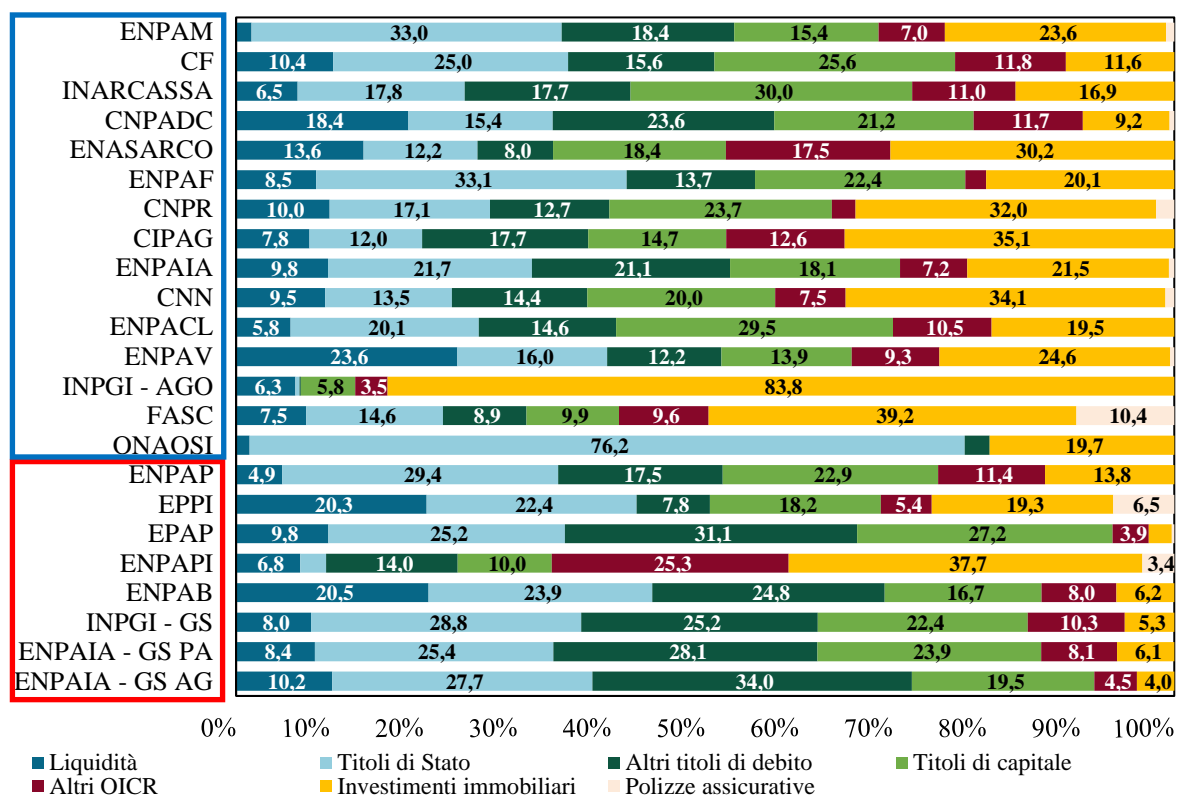
Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Immobili".

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.

Tav. 9

Casse di previdenza. Attività investite suddivise per componenti (con look-through degli OICVM)
(dati di fine 2021; valori percentuali)



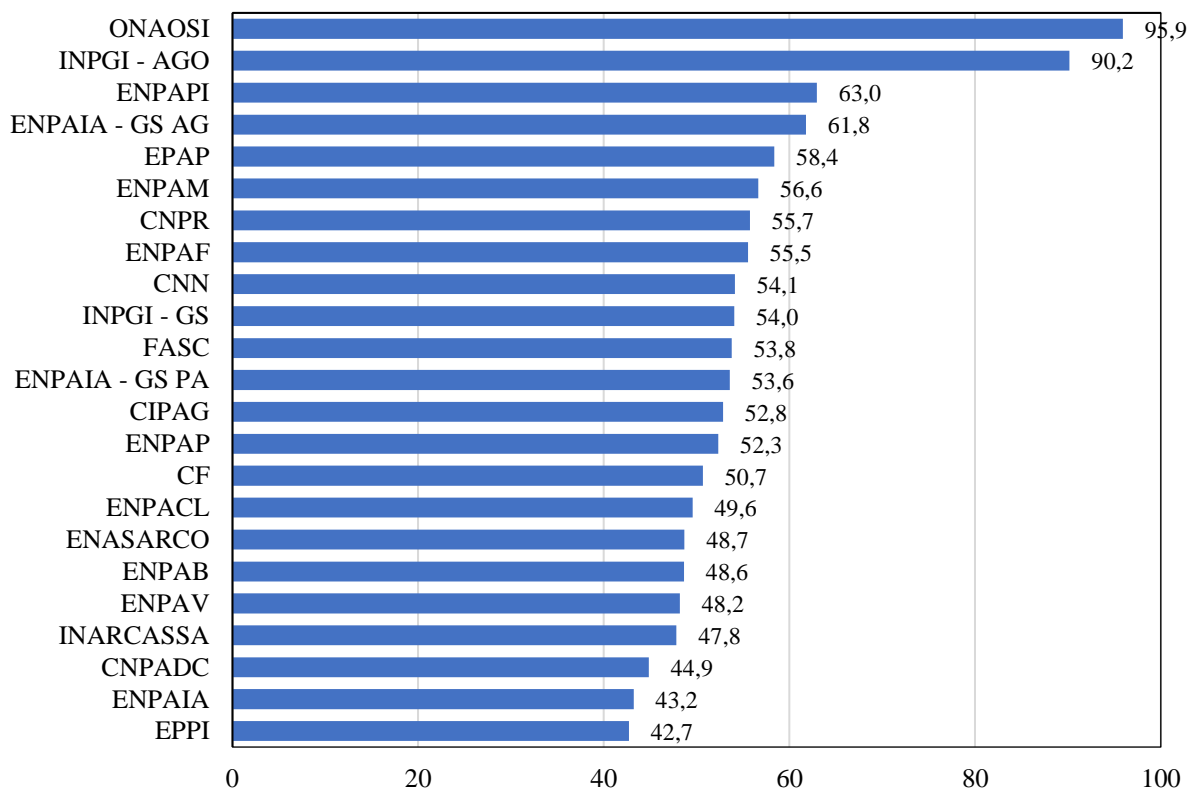
Per ciascuna cassa, gli OICVM sono stati scomposti in base alle classi di attività sottostanti (c.d. *look through*). Le partecipazioni in società immobiliari controllate sono incluse nella voce "Investimenti immobiliari". Le casse di cui al Decreto lgs. 509/1994 (103/1996) sono raggruppate all'interno 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 42,7 per cento di EPPI al 90,2 per cento di INPGI – gestione AGO (cfr. Tav. 10).

Tav. 10

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

(dati di fine 2021; 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 2021, il totale complessivo delle risorse è di **321,1 miliardi** di euro, il **18** per cento del PIL, così suddiviso: 107,9 miliardi fa capo alle casse e 213,2 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, **37 miliardi** di euro, formano il **34,3** per cento delle attività totali, in discesa di 0,3 punti percentuali rispetto al 2020 (*cf. Tav. 11*); gli **investimenti non domestici**, **54 miliardi**, corrispondono al **50** per cento e sono in crescita di 2,2 punti.

Completano il quadro delle attività la liquidità, le polizze assicurative e le altre attività che formano nell'insieme il residuo 15,8 per cento. Al netto di tali ultime componenti, su un totale di 90,9 miliardi l'incidenza è, rispettivamente, del **40,7 per cento** (42,1 nel 2020) **per gli investimenti domestici** e del **59,3 per cento** (57,9 nel 2020) **per quelli non domestici**.

Tav. 11

Casse di previdenza. Investimenti domestici e non domestici

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

| | 2020 | | | | 2021 | | | |
|---|---------------------------|-------------|------------------------|--------------|---------------------------|-------------|------------------------|--------------|
| | Investimenti domestici | | Per memoria: Totale | | Investimenti domestici | | Per memoria: Totale | |
| | Importo | % | Importo | % | Importo | % | Importo | % |
| Attività | | | | | | | | |
| Titoli di Stato | 7.939 | 7,9 | 15.781 | 15,7 | 8.573 | 7,9 | 14.746 | 13,6 |
| Altri titoli di debito | 752 | 0,7 | 4.295 | 4,3 | 697 | 0,6 | 5.769 | 5,3 |
| Titoli di capitale | 4.408 | 4,4 | 7.095 | 7,0 | 5.509 | 5,1 | 7.759 | 7,2 |
| OICVM | 1.616 | 1,6 | 29.884 | 29,7 | 1.838 | 1,7 | 34.922 | 32,4 |
| Altri OICR | 15.460 | 15,4 | 21.181 | 21,0 | 16.139 | 15,0 | 23.480 | 21,8 |
| - di cui: fondi immobiliari | 13.608 | 13,5 | 14.875 | 14,8 | 14.352 | 13,3 | 15.556 | 14,4 |
| Immobili | 4.179 | 4,1 | 4.179 | 4,1 | 3.678 | 3,4 | 3.678 | 3,4 |
| Partecipazioni in società immobiliari | 521 | 0,5 | 521 | 0,5 | 543 | 0,5 | 546 | 0,5 |
| Totale | 34.876 | 34,6 | 82.937 | 82,4 | 36.976 | 34,3 | 90.899 | 84,2 |
| Liquidità | | | 8.297 | 8,2 | | | 7.164 | 6,6 |
| Polizze assicurative | | | 591 | 0,6 | | | 618 | 0,6 |
| Altre attività | | | 8.888 | 8,8 | | | 9.228 | 8,6 |
| Totale attività | | | 100.712 | 100,0 | | | 107.909 | 100,0 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | |
| Investimenti immobiliari | 18.309 | 18,2 | 19.575 | 19,4 | 18.572 | 17,2 | 19.779 | 18,3 |
| - immobili | 4.179 | 4,1 | 4.179 | 4,1 | 3.678 | 3,4 | 3.678 | 3,4 |
| - fondi immobiliari | 13.608 | 13,5 | 14.875 | 14,8 | 14.352 | 13,3 | 15.556 | 14,4 |
| - partecipazioni in società immobiliari | 521 | 0,5 | 521 | 0,5 | 543 | 0,5 | 546 | 0,5 |

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

Tra gli investimenti domestici restano predominanti gli **investimenti immobiliari (18,6 miliardi di euro, il 17,2 per cento delle attività totali)** e i **titoli di Stato (8,6 miliardi di euro, il 7,9 per cento delle attività totali)**. Rispetto al 2020, diminuisce di un punto percentuale la componente immobiliare a fronte della percentuale rimasta stabile dei titoli di Stato.

Sono inoltre presenti **altri titoli di debito e titoli di capitale** per un ammontare complessivo di **6,2 miliardi di euro**, pari al **5,7 per cento dell'attivo (5,1 nel 2020)**; l'incidenza sul totale dell'attivo resta invariata per i titoli di debito diversi dai titoli di Stato (**700 milioni di euro**, pari allo **0,6 per cento** delle attività) e, invece, aumenta per i titoli di capitale (**5,5 miliardi di euro**, il **5,1 per cento** dell'attivo rispetto al 4,4 del 2020). Sul punto va rilevato che nell'ambito dei titoli di capitale figurano quote del capitale della Banca d'Italia sottoscritte da 12 casse di previdenza (due in più rispetto al 2020) per un controvalore di circa 1,5 miliardi di euro, il 19,5 per cento del capitale della Banca.

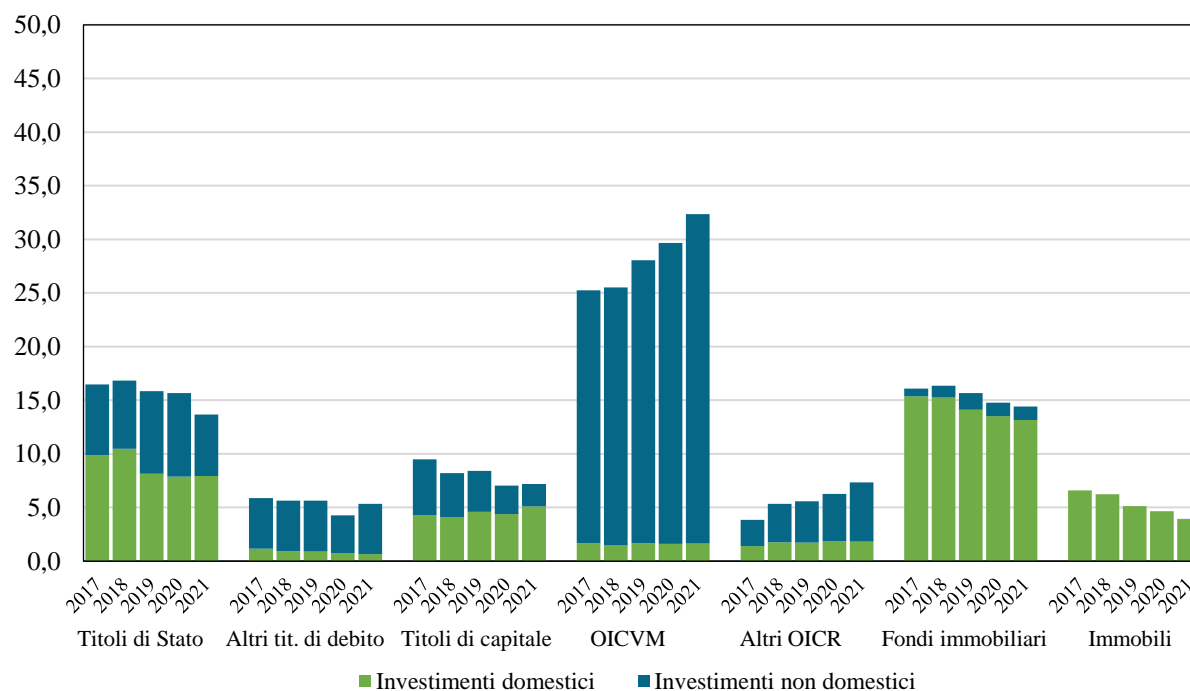
Le **quote di OICR diversi dai fondi immobiliari** totalizzano **3,6 miliardi di euro** pari al **3,4 per cento** delle attività (0,1 punti percentuali in meno rispetto al 2020).

L'evoluzione nel quinquennio 2017-2021 delle componenti dell'attivo ripartite tra investimenti domestici e non domestici (*cf. Tav. 12*) mostra una diminuzione della quota domestica di 6,1 punti percentuali. Tra le diverse classi di attività, si riducono gli immobili (2,7 punti percentuali), i titoli di Stato (2 punti percentuali), i fondi immobiliari (2,1 punti percentuali) e gli altri titoli di debito (0,6 punti percentuali); aumenta, invece, l'incidenza dei titoli di capitale (0,8 punti percentuali) e di altri OICR (0,3 punti percentuali); stabili le quote di OICVM.

Tav. 12

Casse di previdenza. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2017-2021

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



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

I fondi pensione e l'investimento nell'economia italiana

Gli investimenti domestici dei fondi pensione si attestano a **40 miliardi** di euro (*cfr. Tav. 13*), corrispondenti al **22,7** per cento delle attività nette (pari a 176,4 miliardi di euro, valore calcolato escludendo i PIP “vecchi”, i fondi preesistenti interni e le riserve matematiche presso imprese di assicurazione); rispetto all'anno precedente la percentuale cala di 1,1 punti percentuali. **Gli investimenti non domestici** totalizzano **124,2 miliardi** di euro, pari al **70,4** per cento dell'attivo netto, 2,1 punti percentuali in più rispetto al 2020.

Completano il quadro delle attività la liquidità, le polizze assicurative e le altre attività che formano nell'insieme il residuo 6,9 per cento. Al netto di tali ultime componenti, su un totale di 164,2 miliardi l'incidenza della quota allocata in **Italia** si attesta al **24,4** per cento (25,9 nel 2020); quella in **Paesi diversi dall'Italia** al **75,6** per cento (74,1 nel 2020).

Tra gli investimenti domestici, i **titoli di Stato** sono predominanti: **29,6 miliardi** di euro, il **16,8** per cento dell'attivo netto, in diminuzione di 0,8 punti percentuali dall'anno precedente.

Tav. 13

Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici

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

| | 2020 | | | | 2021 | | | |
|---|------------------------|-------------|---------------------|--------------|------------------------|-------------|---------------------|--------------|
| | Investimenti domestici | | Per memoria: Totale | | Investimenti domestici | | Per memoria: Totale | |
| | Importo | % | Importo | % | Importo | % | Importo | % |
| Attività nette | | | | | | | | |
| Titoli di Stato | 28.472 | 17,6 | 60.331 | 37,3 | 29.587 | 16,8 | 62.644 | 35,5 |
| Altri titoli di debito | 3.080 | 1,9 | 30.490 | 18,9 | 2.992 | 1,7 | 32.122 | 18,2 |
| Titoli di capitale | 1.445 | 0,9 | 31.771 | 19,6 | 1.659 | 0,9 | 39.880 | 22,6 |
| OICVM | 2.142 | 1,3 | 21.502 | 13,3 | 2.251 | 1,3 | 23.520 | 13,3 |
| Altri OICR | 2.013 | 1,2 | 3.523 | 2,2 | 2.276 | 1,3 | 4.810 | 2,7 |
| - di cui: fondi immobiliari | 1.611 | 1,0 | 1.823 | 1,1 | 1.793 | 1,0 | 2.145 | 1,2 |
| Immobili | 1.162 | 0,7 | 1.162 | 0,7 | 1.021 | 0,6 | 1.021 | 0,6 |
| Partecipazioni in società immobiliari | 251 | 0,2 | 251 | 0,2 | 219 | 0,1 | 219 | 0,1 |
| Totale | 38.566 | 23,8 | 149.030 | 92,1 | 40.004 | 22,7 | 164.216 | 93,1 |
| Liquidità | | | 10.759 | 6,7 | | | 11.755 | 6,7 |
| Polizze assicurative | | | 2.094 | 1,3 | | | 2.153 | 1,2 |
| Altre attività e passività | | | -142 | -0,1 | | | -1.732 | -1,0 |
| Totale attività nette | | | 161.741 | 100,0 | | | 176.391 | 100,0 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | |
| Investimenti immobiliari | 3.024 | 1,9 | 3.235 | 2,0 | 3.033 | 1,7 | 3.384 | 1,9 |
| - immobili | 1.162 | 0,7 | 1.162 | 0,7 | 1.021 | 0,6 | 1.021 | 0,6 |
| - fondi immobiliari | 1.611 | 1,0 | 1.823 | 1,1 | 1.793 | 1,0 | 2.145 | 1,2 |
| - partecipazioni in società immobiliari | 251 | 0,2 | 251 | 0,2 | 219 | 0,1 | 219 | 0,1 |

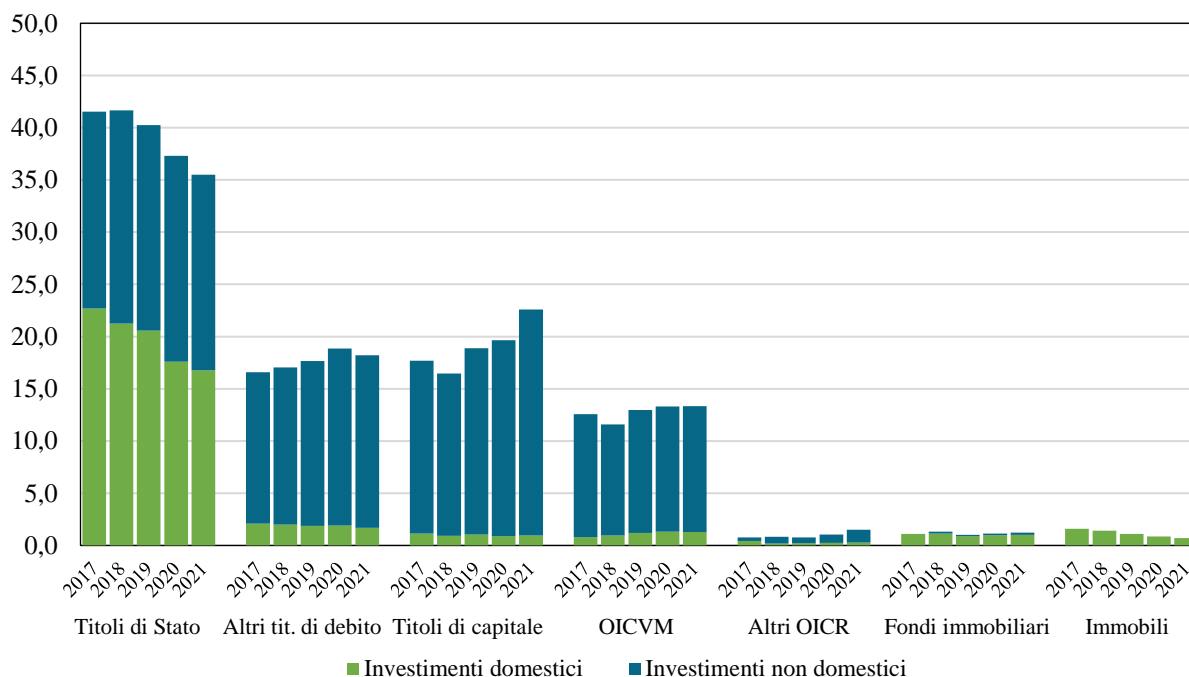
Il totale delle attività nette corrisponde all'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) per fondi negoziali, fondi aperti e fondi preesistenti; alle attività nette delle gestioni separate per i PIP di tipo tradizionale e al valore delle quote in essere per i PIP di tipo *unit* linked. Per i fondi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

Osservando l'evoluzione nel quinquennio 2017-2021 delle componenti dell'attivo netto ripartite tra investimenti domestici e non domestici (cfr. Tav. 14), si rileva una diminuzione della quota domestica di 7,2 punti percentuali. Tra le diverse classi di attività, si riduce in modo consistente il peso dei titoli di Stato (5,9 punti percentuali in meno); flessioni si registrano anche per gli immobili (0,9 punti percentuali) e gli altri titoli di debito (0,4 punti percentuali in meno); variazioni più marginali si registrano per i fondi immobiliari e gli altri OICR (0,1 punti percentuali). Aumenti si riscontrano per le sole quote di OICVM (0,5 punti percentuali).

Tav. 14

Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2017-2021

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



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

Il confronto tra casse di previdenza e fondi pensione

In sintesi, dalla composizione degli investimenti a fine 2021 delle casse di previdenza e dei fondi pensione emerge che:

- nelle casse di previdenza gli OICVM costituiscono il principale strumento di investimento (32,4 per cento), aumentando in modo consistente negli ultimi anni; seguono i titoli di debito (19 per cento, di cui oltre i due terzi costituiti da titoli di Stato). Il peso degli investimenti immobiliari, ancorché in costante riduzione, resta comunque significativo (18,3 per cento); a seguire i titoli di capitale (7,2 per cento);
- nei fondi pensione restano prevalenti i titoli di debito (53,7 per cento del totale dell'attivo netto, di cui i due terzi costituiti da titoli di Stato) seguiti dai titoli di capitale (22,6 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.

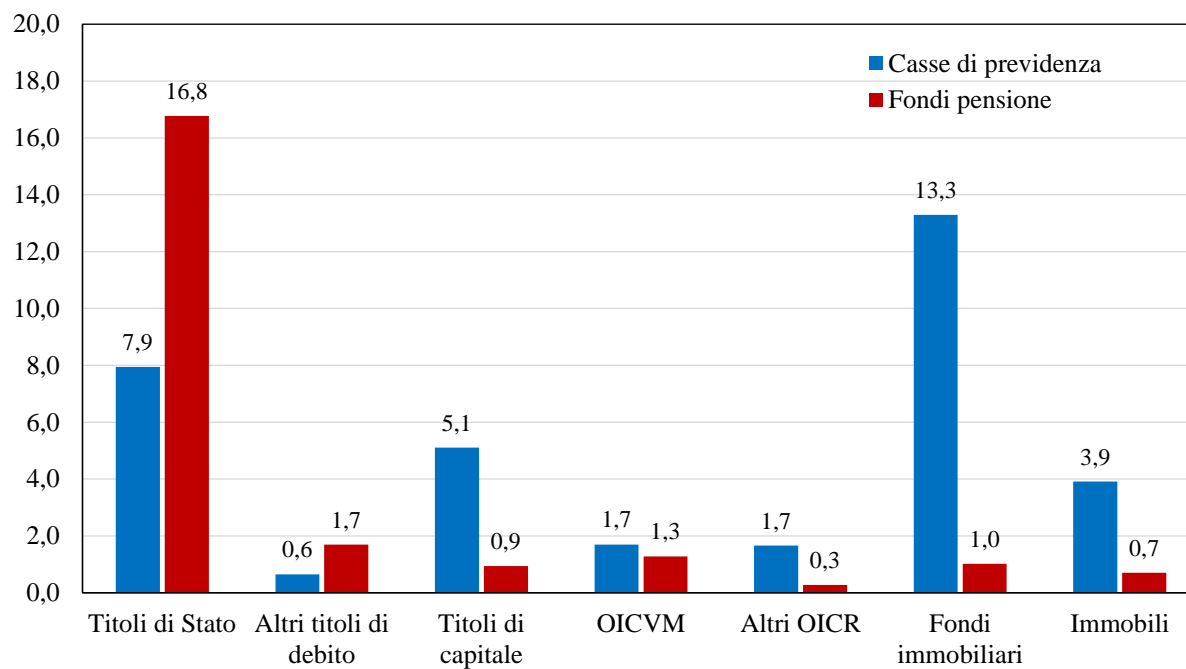
Per quanto riguarda le risorse allocate in Italia al 31 dicembre 2021 (*cf. Tav. 15*), si osserva che:

- **le casse di previdenza hanno investito nell'economia italiana 37 miliardi di euro (34,3 per cento delle attività totali);** di cui:
 - 18,6 miliardi (17,2 per cento delle attività totali) in investimenti immobiliari;
 - 8,6 miliardi (7,9 per cento delle attività totali) in titoli di Stato;
 - 6,2 miliardi (5,7 per cento delle attività totali) in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 697 milioni in obbligazioni e 5,5 miliardi in azioni;
 - 3,6 miliardi (3,4 per cento delle attività totali) in quote di OICR.
- **i fondi pensione hanno investito nell'economia italiana 40 miliardi di euro (22,7 per cento dell'attivo netto);** di cui:
 - 29,6 miliardi (16,8 per cento dell'attivo netto) in titoli di Stato;
 - 3 miliardi (1,7 per cento dell'attivo netto) in investimenti immobiliari;
 - 4,7 miliardi (2,6 per cento dell'attivo netto) in titoli emessi dalle imprese, così suddivisi: 3 miliardi in obbligazioni e 1,7 miliardi in azioni;
 - 2,7 miliardi (1,6 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 1,5 miliardi di euro e dai fondi pensione per circa 280 milioni, le **risorse finanziarie destinate alle imprese italiane possono essere calcolate in 13,8 miliardi di euro (12,4 nel 2020), così suddivisi: 7,6 (6,7 nel 2020) investiti dalle casse di previdenza e 6,2 (5,7 nel 2020) impiegati dai fondi pensione.** Gli investimenti sono costituiti per circa 3,7 miliardi (3,8 nel 2020) da strumenti obbligazionari, 5,5 miliardi (4,3 nel 2020) da strumenti azionari e 4,6 miliardi (4,3 nel 2020) da investimenti effettuati per il tramite di OICR diversi dai fondi immobiliari. Se rapportato al totale delle passività finanziarie delle imprese italiane, il contributo fornito dal risparmio previdenziale resta modesto, circa lo 0,4 per cento.

Casse di previdenza e fondi pensione. Investimenti domestici

(dati di fine 2021; valori in percentuale delle attività totali per le casse di previdenza e delle attività nette per i fondi pensione)



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

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

A fine 2021, le attività finanziarie gestite in forma diretta totalizzano **77,7 miliardi** di euro (cfr. Tav. 16), l'**82,8 per cento** del totale (81,4 nel 2020); nell'ambito della gestione diretta, le quote di OICR aumentano di tre punti percentuali rispetto al 2020 e costituiscono quasi i tre quarti del totale.

Le attività finanziarie gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a **16,1 miliardi** di euro, il **17,2 per cento** del totale (18,6 nel 2020). Le attività gestite in convenzione fanno capo a 18 gestori. Il 66,8 per cento delle suddette risorse è appannaggio di 5 gestori con percentuali di *asset under management* tra il 7,2 e il 22,6 per cento; il resto è distribuito tra 13 gestori con percentuali che oscillano tra un minimo dello 0,7 e un massimo del 6,7 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)

| | 2020 | | 2021 | |
|------------------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| | Importi | % | Importi | % |
| Gestione diretta | 70.425 | 81,4 | 77.711 | 82,8 |
| - di cui: quote di OICR | 49.605 | 57,3 | 57.065 | 60,8 |
| Gestione indiretta tramite mandati | 16.108 | 18,6 | 16.129 | 17,2 |
| Totale attività finanziarie | 86.533 | 100,0 | 93.840 | 100,0 |

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 17,2 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 73,4 per cento. Rispetto a tale ultima componente, alla fine del 2021 l'aggregato formato dai soli OICVM è pari a 33,6 miliardi di euro, di cui 3,9 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 5,7 al 78,3 per cento.

Con riferimento alla tipologia di intermediari a cui sono affidate le risorse in gestione (cfr. Tav. 17), il 31,1 per cento delle attività finanziarie fa capo a intermediari italiani (in aumento di 4,8 punti percentuali rispetto al 2020) – 6 SGR e 4 banche (in entrambi i casi, un'unità in meno rispetto all'anno precedente) – che gestiscono rispettivamente 9 e 6 mandati (11 e 6 nel 2020). Il restante 68,9 per cento fa capo a 8 intermediari esteri (5 in meno rispetto all'anno precedente) che gestiscono complessivamente 9 mandati (17 nel 2020). 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'85 per cento (in diminuzione di 2,6 punti percentuali rispetto al 2020).

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 | | | |
|---|---------------------|-----------|----------------|-----------|----------------------------------|--------------|---------------|--------------|
| | 2020 | 2021 | 2020 | 2021 | 2020 | | 2021 | |
| | | | | | Importo | % | Importo | % |
| Imprese italiane | | | | | | | | |
| SGR | 7 | 6 | 11 | 9 | 1.892 | 11,7 | 2.304 | 14,3 |
| Banche | 5 | 4 | 6 | 6 | 2.351 | 14,6 | 2.720 | 16,9 |
| Totale | 12 | 10 | 17 | 15 | 4.243 | 26,3 | 5.024 | 31,1 |
| Imprese di altri paesi | 13 | 8 | 17 | 9 | 11.865 | 73,7 | 11.105 | 68,9 |
| Totale | 25 | 18 | 34 | 24 | 16.108 | 100,0 | 16.129 | 100,0 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | |
| Attività finanziarie gestite direttamente | | | | | 70.425 | | 77.711 | |
| Totale attività finanziarie | | | | | 86.533 | | 93.840 | |

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: 57,1 miliardi** di euro, pari al **73,4 per cento**, costituiti da quote di OICVM per 33,6 miliardi e di altri OICR per 23,5 miliardi (di cui 15,6 fondi immobiliari). Sono inoltre presenti titoli di Stato per il 9,4 per cento; il complesso degli altri titoli di debito e dei titoli di capitale si attesta solo all'8,2 per cento.

Tav. 18

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

| | 2020 | | | | 2021 | | | |
|------------------------------------|------------------|--------------|--------------------|--------------|------------------|--------------|--------------------|--------------|
| | Gestione diretta | % | Gestione indiretta | % | Gestione diretta | % | Gestione indiretta | % |
| Attività | | | | | | | | |
| Liquidità | 7.970 | 11,3 | 326 | 2,0 | 7.036 | 9,1 | 129 | 0,8 |
| Titoli di Stato | 7.775 | 11,0 | 8.007 | 49,7 | 7.297 | 9,4 | 7.449 | 46,2 |
| Altri titoli di debito | 967 | 1,4 | 3.329 | 20,7 | 1.757 | 2,3 | 4.012 | 24,9 |
| Titoli di capitale | 4.109 | 5,8 | 2.986 | 18,5 | 4.556 | 5,9 | 3.203 | 19,9 |
| OICVM | 28.432 | 40,4 | 1.452 | 9,0 | 33.587 | 43,2 | 1.335 | 8,3 |
| Altri OICR | 21.173 | 30,1 | 8 | .. | 23.478 | 30,2 | 2 | .. |
| - di cui: fondi immobiliari | 14.875 | 21,1 | - | - | 15.556 | 20,0 | - | - |
| Totale attività finanziarie | 70.425 | 100,0 | 16.108 | 100,0 | 77.711 | 100,0 | 16.129 | 100,0 |

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

La **gestione indiretta tramite mandati** è per il **46,2 per cento** (49,7 nel 2020) pari a 7,5 miliardi di euro, investita in **titoli di Stato**; gli altri titoli di debito e i titoli di capitale, entrambi quotati per la quasi totalità, corrispondono, rispettivamente, al 24,9 e al 19,9 per cento. Le quote

di OICVM hanno un'incidenza dell'8,3 per cento (9 nel 2020); quasi nullo il peso degli altri OICR.

Le attività finanziarie per le quali è operante un **depositario** ammontano a **45,8 miliardi di euro**, pari al 48,9 per cento del totale (45 nel 2020) e comprendono, oltre alle attività finanziarie conferite in **gestione a intermediari specializzati**, **29,6 miliardi** riferiti ad attività finanziarie in **gestione diretta** di cui ne rappresentano oltre un terzo del totale.

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

Sulla base delle informazioni inerenti alla politica di investimento e ai relativi criteri di attuazione, all'articolazione del processo di impiego delle risorse e al controllo della gestione finanziaria, acquisite per il referto ai Ministeri vigilanti sul 2021 (informazioni, in alcuni casi, afferenti 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'ONAOSI, 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; presso la stessa è comunque in corso la definizione di un documento unico per tutte e tre le gestioni in essere;
- 12 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 un'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'ONAOSI, 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 2021; totale attività in milioni di euro)

| Denominazione Enti | Iscritti | Pensionati | Totale attività | Tipologia forma gestoria |
|--|------------------|----------------|-----------------|--------------------------|
| Cassa nazionale di previdenza e assistenza forense (CF) | 241.830 | 30.243 | 18.006 | 509/94 |
| Cassa italiana di previdenza ed assistenza dei geometri liberi professionisti (CIPAG) | 71.271 | 30.813 | 2.725 | 509/94 |
| Cassa nazionale del notariato (CNN) | 5.021 | 2.659 | 1.899 | 509/94 |
| Cassa nazionale di previdenza e assistenza a favore dei dottori commercialisti (CNPADC) | 66.698 | 9.903 | 11.754 | 509/94 |
| Cassa nazionale di previdenza ed assistenza a favore dei ragionieri e periti commerciali (CNPR) | 24.146 | 10.535 | 2.873 | 509/94 |
| Ente nazionale di assistenza degli agenti e rappresentanti di commercio (ENASARCO) | 205.873 | 132.710 | 8.959 | 509/94 |
| Ente nazionale di previdenza e assistenza a favore dei biologi (ENPAB) | 16.417 | 1.709 | 914 | 103/96 |
| Ente nazionale di previdenza e assistenza per i consulenti del lavoro (ENPACL) | 21.779 | 11.298 | 1.629 | 509/94 |
| Ente nazionale di previdenza e di assistenza farmacisti (ENPAF) | 99.077 | 22.939 | 3.681 | 509/94 |
| Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione ordinaria e speciale | 39.003 | - | 2.302 | 509/94 |
| Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione separata agrotecnici | 2.196 | 78 | 54 | 103/96 |
| Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione separata periti agrari | 3.317 | 763 | 211 | 103/96 |
| Ente nazionale di previdenza e assistenza dei medici e degli odontoiatri (ENPAM) | 373.407 | 143.210 | 27.673 | 509/94 |
| Ente nazionale di previdenza e assistenza per gli psicologi (ENPAP) | 72.640 | 5.672 | 2.292 | 103/96 |
| Ente nazionale di previdenza e assistenza della professione infermieristica (ENPAPI) | 45.567 | 3.250 | 1.199 | 103/96 |
| Ente nazionale di previdenza e assistenza dei veterinari (ENPAV) | 28.753 | 8.122 | 1.119 | 509/94 |
| Ente di previdenza e assistenza pluricategoriale (EPAP) | 28.980 | 3.554 | 1.256 | 103/96 |
| Ente di previdenza dei periti industriali e dei periti industriali laureati (EPP) | 13.296 | 5.472 | 1.900 | 103/96 |
| Fondo nazionale di previdenza per i lavoratori delle imprese di spedizione corrieri e delle agenzie marittime raccomandatarie e mediatori marittimi (FASC) | 41.377 | - | 1.000 | 509/94 |
| Cassa nazionale di previdenza e assistenza per gli ingegneri ed architetti liberi professionisti (INARCASSA) | 157.619 | 40.992 | 14.099 | 509/94 |
| Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti italiani "Giovanni Amendola" (INPGI) - Gestione sostitutiva dell'A.G.O. | 29.249 | 9.701 | 1.052 | 509/94 |
| Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti italiani "Giovanni Amendola" (INPGI) - Gestione separata | 44.122 | 1.674 | 897 | 103/96 |
| Opera nazionale assistenza orfani sanitari italiani (ONAOSI) | 155.687 | - | 414 | 509/94 |
| Totale | 1.787.325 | 475.297 | 107.909 | |

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

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