



# **COVIP**

**COMMISSIONE DI VIGILANZA  
SUI FONDI PENSIONE**

## **Casse di previdenza**

### **Gli investimenti: dimensioni e composizione**

**Anno 2023**

## **AVVERTENZE**

Nelle tavole sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

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

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

## PREMESSA

L'articolo 14, comma 1, del Decreto legge 98/2011, convertito con modifiche dalla Legge 111/2011, ha attribuito alla COVIP il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio degli enti previdenziali di cui ai Decreti lgs. 509/1994 e 103/1996 (di seguito, "casse di previdenza" ovvero "casse").

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

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

La COVIP raccoglie annualmente, tramite procedure informatiche, i dati analitici sugli investimenti delle singole casse di previdenza necessari per svolgere le proprie funzioni istituzionali. Il presente documento intende mettere a disposizione del settore, nonché più in generale del pubblico, un quadro aggiornato a fine 2023 degli aspetti più rilevanti che caratterizzano gli investimenti delle casse di previdenza, anche integrando le informazioni aggregate con alcune informazioni riferite alle singole casse. Inoltre, il documento può rappresentare un riferimento informativo utile alla valutazione da parte delle amministrazioni competenti dei possibili interventi in materia di regolazione e di vigilanza del settore, anche per la natura obbligatoria del risparmio previdenziale che le casse gestiscono.

La sezione 1 illustra l'evoluzione nel tempo e la dimensione delle risorse delle diverse casse di previdenza. La sezione 2 dà conto della composizione dell'attivo, evidenziando sia il peso delle diverse componenti nell'aggregato sia la loro differenziazione tra casse. La sezione 3 si concentra sugli investimenti delle casse di previdenza nell'economia italiana. La sezione 4 si sofferma sulla rilevanza quantitativa delle diverse modalità di gestione.



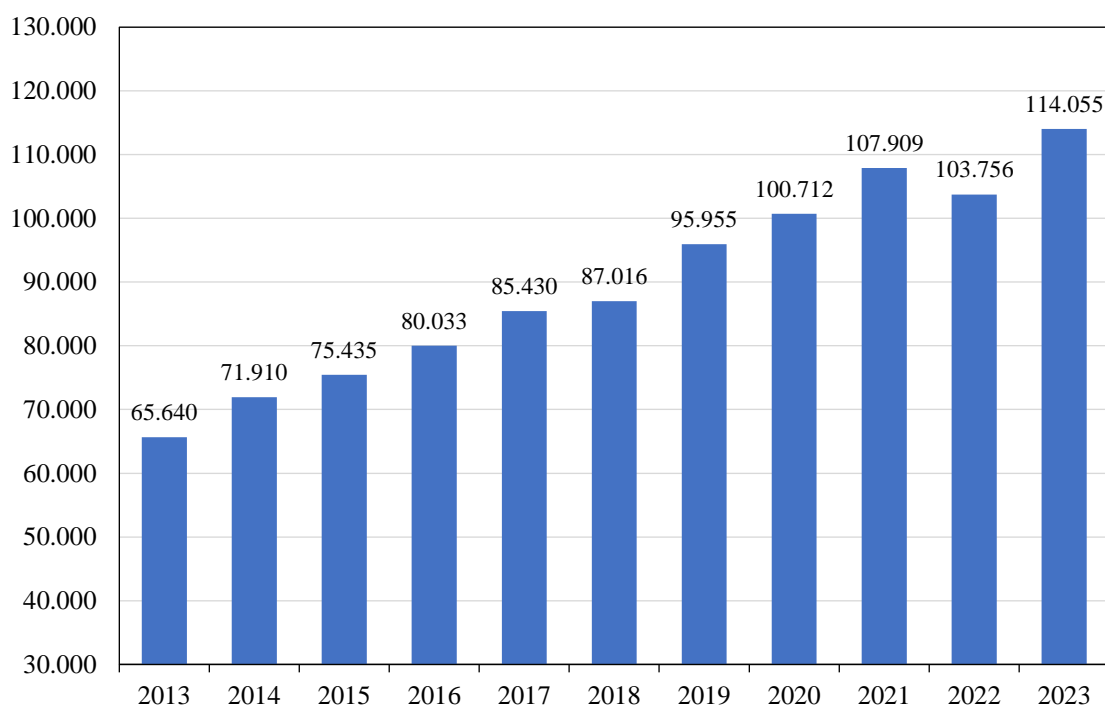
## 1. IL QUADRO D'INSIEME

Alla fine del 2023, l'attivo totale a valore di mercato delle casse di previdenza totalizza 114,1 miliardi di euro rispetto ai 103,8 miliardi del 2022, il 9,9 per cento in più (*cf. Tav. 1*). Negli ultimi dieci anni la dimensione del settore è cresciuta di 48,4 miliardi, pari in media al 5,7 per cento su base annua; sullo stesso orizzonte temporale è aumentato anche il corrispondente peso rispetto al PIL, salito dal 4 al 5,4 per cento.

Tav. 1

### Casse di previdenza. Attivo totale a valori di mercato

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



Secondo la categoria di appartenenza individuata dalla normativa (Decreti lgs. 509/1994 e 103/1996), le casse di previdenza di cui al Decreto lgs. 509/1994 restano largamente prevalenti detenendo il 91,4 per cento dell'attivo totale del settore.

Tra le singole casse di previdenza si registrano differenze anche ampie nelle attività e nelle rispettive dinamiche di crescita (*cf. Tav. 2*). Nelle 5 casse di maggiori dimensioni, tutte appartenenti al gruppo degli enti 509/1994, si concentra il 75,4 per cento dell'attivo totale, in crescita rispetto al 67,3 per cento di dieci anni fa (a ENPAM fa capo il 24,5 per cento del totale, seguono CASSA FORENSE con il 17,9, INARCASSA con il 13,2, CASSA

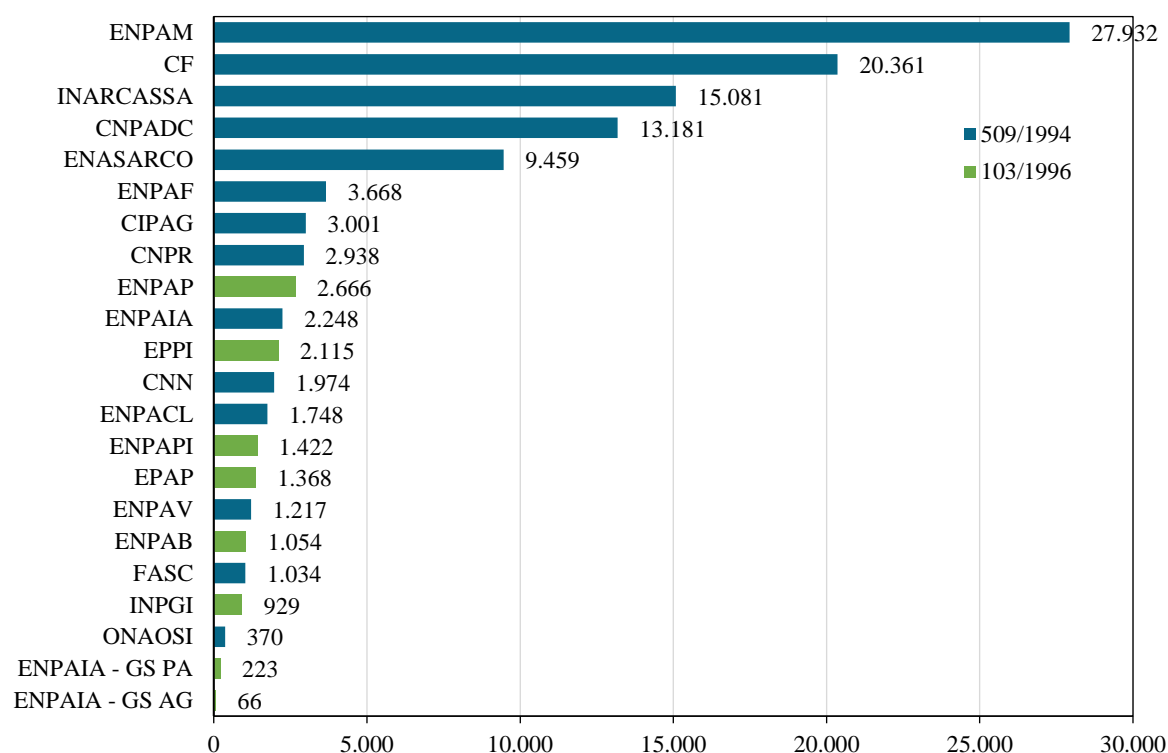
DOTTORI COMMERCIALISTI con l'11,6 ed ENASARCO con l'8,3); le prime 3 casse raggruppano il 55,6 per cento del totale rispetto al 47,8 di fine 2013.

Sempre sul medesimo orizzonte temporale, le casse di previdenza più grandi mostrano anche tassi di crescita dell'attivo superiori a quello generale: in particolare, per le prime 5 casse esso si attesta in media al 6,9 per cento su base annua, con punte superiori all'8 per cento in un paio di casi (CASSA FORENSE: 9,4 per cento; CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI: 8,5 per cento); nelle restanti casse l'incremento medio annuo è stato inferiore, pari al 2,7 per cento.

**Tav. 2**

**Casse di previdenza. Attivo totale per singola cassa**

*(dati di fine 2023; importi in milioni di euro; ordinamento per totale attivo)*



Le variazioni nel tempo dell'attivo delle casse di previdenza dipendono da una pluralità di fattori, riconducibili essenzialmente all'andamento della gestione previdenziale e alla redditività degli investimenti.

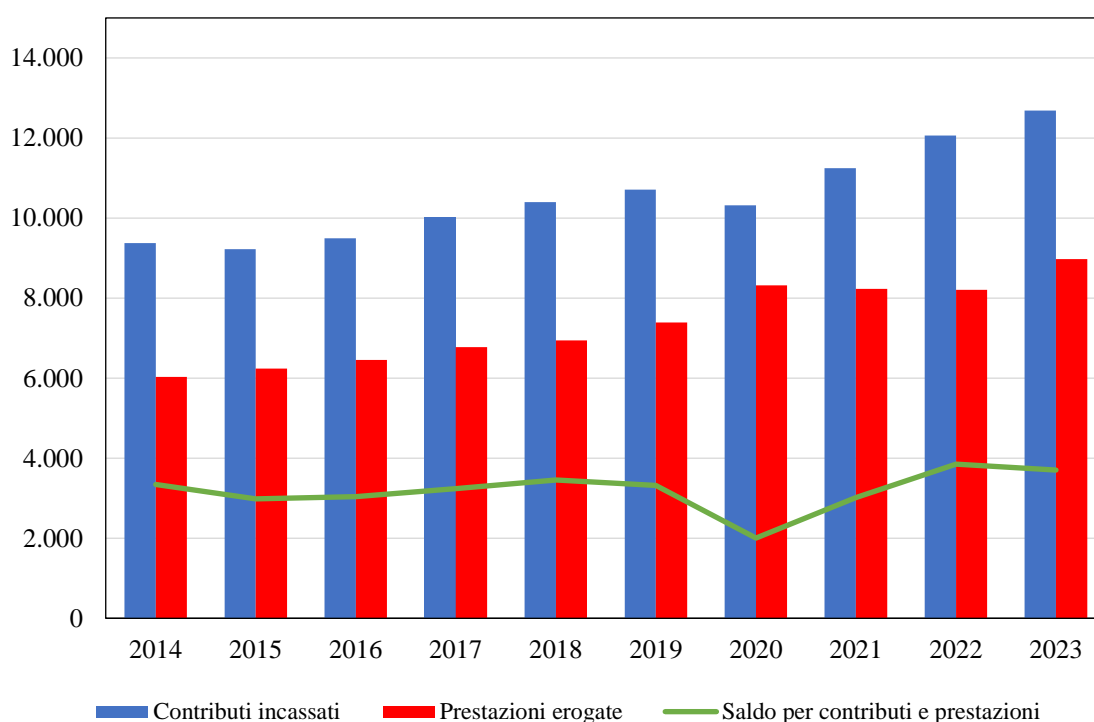
Sull'andamento della gestione previdenziale, espresso dal saldo per contributi e prestazioni, incidono i regimi contributivi e prestazionali, oltre che le caratteristiche reddituali e socio-demografiche dei diversi bacini di riferimento delle casse di previdenza. Rispetto a una platea complessiva di 1,744 milioni di iscritti e 509.000 pensionati, nel 2023 il saldo per contributi incassati e prestazioni erogate ha totalizzato 3,7 miliardi di euro contro i 3,9 del

2022: a fronte di 12,7 miliardi (12,1 nel 2022) di contributi incassati, sono state erogate prestazioni per 9 miliardi (8,2 nel 2022).

Sul più ampio orizzonte decennale, si osserva la tendenza all'aumento sia dei contributi incassati sia delle prestazioni erogate. Il saldo per contributi e prestazioni, dopo la riduzione registrata nel 2020 a causa delle ricadute reddituali e occupazionali dello scoppio della pandemia da Covid-19, si è riportato su valori in linea con le tendenze in essere nel periodo precedente la crisi pandemica (*cfr. Tav. 3*).

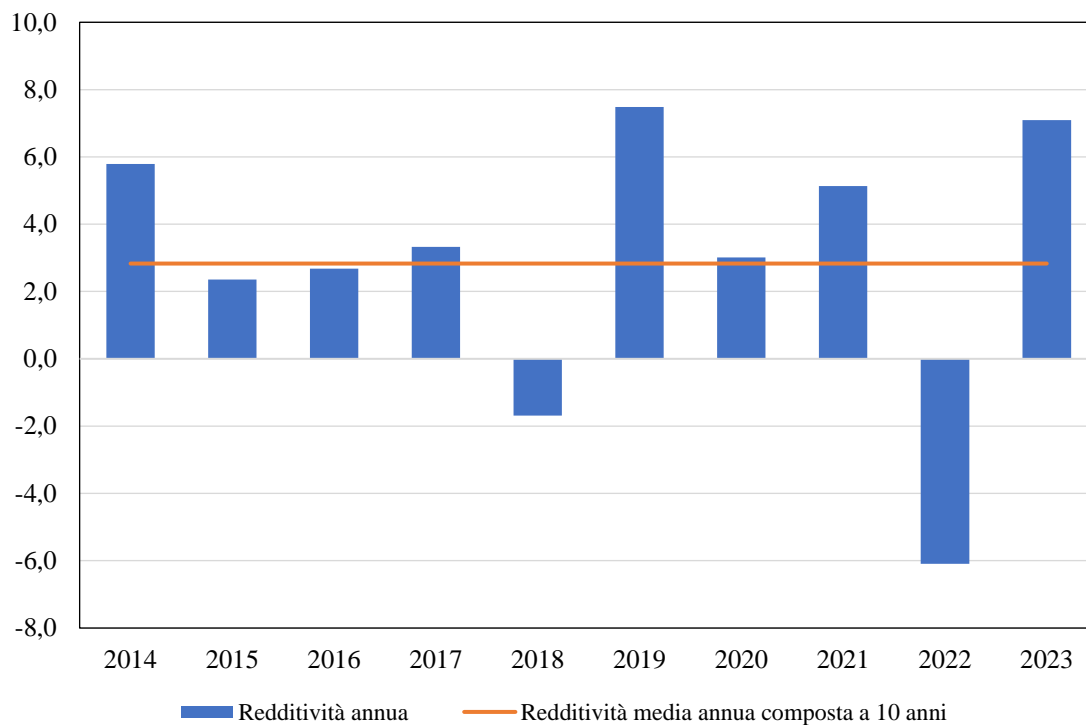
**Tav. 3**

**Casse di previdenza. Contributi incassati, prestazioni erogate e relativo saldo**  
(flussi annuali; importi in milioni di euro)



Per quanto riguarda la redditività degli investimenti, sulla base dei dati segnalati dalle casse nel 2023 il risultato netto prodotto dalla gestione mobiliare e immobiliare è stato positivo per 6,8 miliardi di euro, risentendo dell'andamento favorevole dei mercati finanziari che hanno messo a segno una significativa ripresa dei corsi dei titoli azionari e, in misura minore, anche obbligazionari, dopo le pesanti perdite registrate nel 2022. A tale risultato in valore assoluto corrisponde una redditività degli investimenti in termini percentuali, misurata dalla COVIP secondo una metodologia standardizzata che viene impiegata ormai da alcuni anni, pari in media al 7,1 per cento (*cfr. Tav. 4*). Su orizzonti temporali pluriennali, il rendimento medio annuo composto è pari al 3,2 per cento sul periodo quinquennale e al 2,8 per cento su quello decennale.

**Casse di previdenza. Redditività degli investimenti a valori di mercato**  
(valori percentuali)



La redditività complessiva degli investimenti mobiliari e immobiliari delle casse è misurata sulla base dei dati trasmessi attraverso le segnalazioni statistiche e di vigilanza, ponderando i redditi netti della gestione mobiliare e immobiliare di ciascuna cassa per le consistenze medie dei rispettivi patrimoni. La redditività aggregata dell'intero settore nell'anno  $t$  è ottenuta come variazione dell'indice di capitalizzazione ed è calcolata sulla base della media dei rendimenti di ciascuna cassa nell'anno  $t$  ponderati per la rispettiva incidenza sulla consistenza media del patrimonio complessivo delle casse (mobiliare e immobiliare) negli anni  $t$  e  $t-1$ .



## 2. LA COMPOSIZIONE DEGLI INVESTIMENTI

### 2.1. I dati aggregati

Alla fine del 2023 l'attivo totale delle casse di previdenza a valori di mercato è di 114,1 miliardi di euro (*cfr. Tav. 5*), in aumento di 10,3 miliardi rispetto all'anno precedente (il 9,9 per cento in più).

I titoli di debito ammontano a 24,2 miliardi di euro, con una crescita di circa 3,8 miliardi rispetto al 2022; aumentano i titoli di Stato di circa 3,8 miliardi per un controvalore di 19,2 miliardi a fine 2023 mentre rimangono stabili gli altri titoli di debito pari a 5 miliardi.

I titoli di capitale sono 9,6 miliardi di euro, in aumento di 1,8 miliardi rispetto al 2022; l'incremento è quasi interamente dovuto ai titoli quotati, passati da 5,5 a 7,2 miliardi.

Il controvalore delle quote di OICR è pari a 60,1 miliardi di euro. L'aumento di 4,9 miliardi rispetto al 2022 è dipeso per 2,9 miliardi dalla crescita delle quote di OICVM, passate da 30,2 a 33,1 miliardi, a cui si aggiunge l'aumento di circa 2 miliardi degli altri OICR, saliti da 25 a 27 miliardi. In quest'ultimo caso, i fondi mobiliari di *private equity* e *private debt* segnano un incremento complessivo di 950 milioni, passando da 5,2 a 6,1 miliardi di euro. Aumentano anche i fondi immobiliari e quelli dedicati alle infrastrutture, rispettivamente, da 15,2 a 15,6 miliardi e da 2,9 a 3,6 miliardi.

Tenendo conto degli attivi detenuti direttamente (comprensivi di quelli facenti capo ai mandati di cui le casse mantengono la titolarità) e di quelli sottostanti gli OICVM detenuti, risulta che alla fine del 2023:

- gli investimenti immobiliari, 18,8 miliardi di euro (18,5 nel 2022), continuano a scendere in percentuale dell'attivo (16,5 contro 17,8 per cento); tra le diverse componenti, diminuisce l'incidenza delle quote di fondi immobiliari (dal 14,7 al 13,7 per cento) e prosegue la discesa del peso degli immobili di proprietà (dal 2,6 al 2,3 per cento);
- gli investimenti obbligazionari, 43,2 miliardi (37,5 nel 2022), formano il 37,9 per cento dell'attivo, in aumento di 1,8 punti percentuali rispetto al 2022; tra le diverse componenti, aumentano soprattutto i titoli detenuti direttamente (dal 19,6 al 21,2 per cento) e, in misura inferiore, quelli sottostanti gli OICVM (dal 16,5 al 16,7 per cento);
- gli investimenti azionari, 21,6 miliardi di euro (18,1 nel 2022), costituiscono il 18,9 per cento dell'attivo, in aumento di 1,5 punti percentuali rispetto al 2022; l'incremento riguarda sia i titoli detenuti direttamente (dal 7,5 all'8,4 per cento) sia quelli sottostanti gli OICVM (dal 9,9 al 10,5 per cento).

Tav. 5

**Casse di previdenza. Composizione dell'attivo a valori di mercato**  
(dati di fine anno; importi in milioni di euro)

	2022		2023	
	Importi	%	Importi	%
Depositi	6.853	6,6	6.499	5,7
Titoli di Stato	15.432	14,9	19.185	16,8
Altri titoli di debito	4.903	4,7	4.977	4,4
- quotati	4.546	4,4	4.621	4,1
- non quotati	357	0,3	356	0,3
Titoli di capitale	7.793	7,5	9.581	8,4
- quotati	5.459	5,3	7.159	6,3
- non quotati	2.333	2,3	2.422	2,1
OICVM	30.236	29,1	33.114	29,0
- di cui: titoli di debito	17.133	16,5	19.036	16,7
- di cui: titoli di capitale	10.269	9,9	12.026	10,5
Altri OICR	25.013	24,1	27.000	23,7
- di cui: fondi immobiliari	15.200	14,7	15.637	13,7
- di cui: fondi di private equity	3.842	3,7	4.536	4,0
- di cui: fondi di private debt	1.341	1,3	1.601	1,4
- di cui: fondi infrastrutturali	2.862	2,8	3.635	3,2
Immobili	2.734	2,6	2.602	2,3
Partecipazioni in società immobiliari	562	0,5	572	0,5
Polizze assicurative	575	0,6	539	0,5
Altre attività	9.654	9,3	9.985	8,8
- di cui: crediti contributivi	8.349	8,0	8.774	7,7
<b>Totale attività</b>	<b>103.756</b>	<b>100,0</b>	<b>114.055</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>				
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>18.497</b>	<b>17,8</b>	<b>18.811</b>	<b>16,5</b>
- immobili	2.734	2,6	2.602	2,3
- fondi immobiliari	15.200	14,7	15.637	13,7
- partecipazioni in società immobiliari	562	0,5	572	0,5
<b>Investimenti obbligazionari</b>	<b>37.468</b>	<b>36,1</b>	<b>43.199</b>	<b>37,9</b>
- titoli di Stato	15.432	14,9	19.185	16,8
- altri titoli di debito	4.903	4,7	4.977	4,4
- titoli di debito sottostanti gli OICVM	17.133	16,5	19.036	16,7
<b>Investimenti azionari</b>	<b>18.062</b>	<b>17,4</b>	<b>21.607</b>	<b>18,9</b>
- titoli di capitale	7.793	7,5	9.581	8,4
- titoli di capitale sottostanti gli OICVM	10.269	9,9	12.026	10,5

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

Nell'ultimo quinquennio, l'evoluzione delle quote delle singole classi di attivo sul totale (cfr. Tav. 6) mostra:

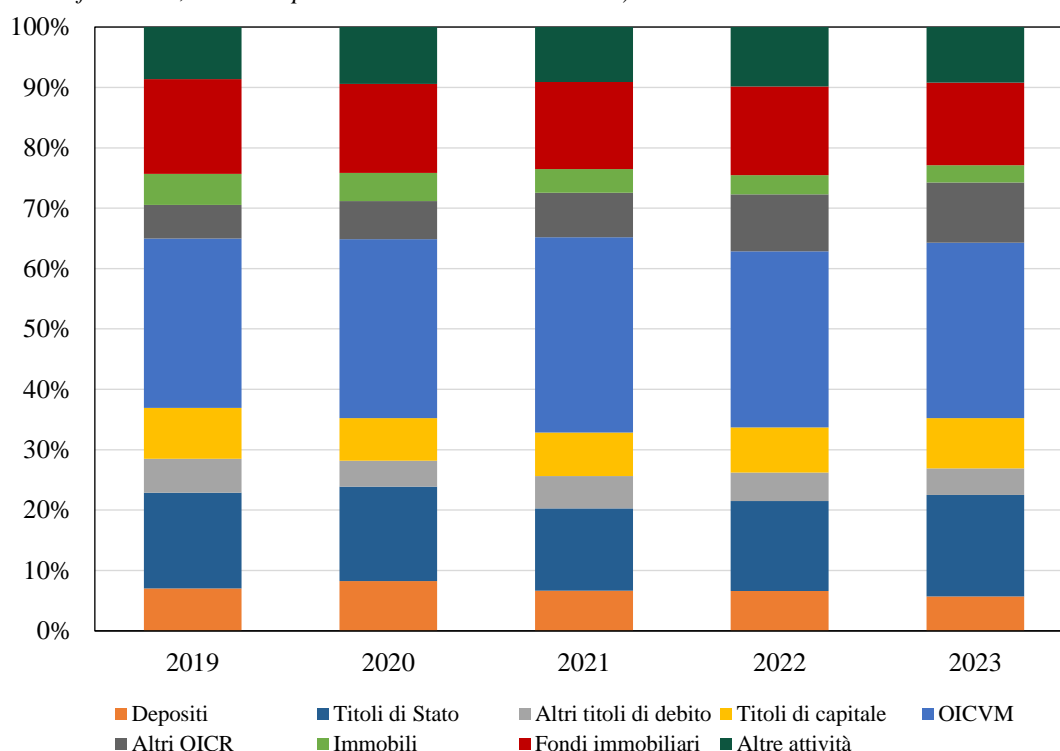
- la riduzione degli investimenti immobiliari. Questi ultimi, comprensivi anche delle quote di fondi immobiliari, sono passati dal 20,8 per cento del 2019 al 16,5 del 2023 ancorché, in valore assoluto, il totale complessivo resti rilevante (18,8 miliardi di euro rispetto ai 19,9 del 2019);

- l'aumento dei titoli di Stato, dal 15,8 per cento del 2019 al 16,8 del 2023; è invece scesa la quota degli altri titoli di debito dal 5,6 al 4,4 per cento;
- la sostanziale stabilità dei titoli di capitale, pari all'8,4 per cento;
- l'aumento ragguardevole delle quote di OICR che, considerate al netto dei fondi immobiliari, salgono dal 33,6 per cento del 2019 al 39 del 2023; al loro interno, aumenta sia la componente formata dalle quote di OICVM, dal 28 al 29 per cento, sia quella costituita dalle quote degli altri OICR (di tipo mobiliare), cresciuta dal 5,6 per cento del 2019 al 10 del 2023.

**Tav. 6**

### Casse di previdenza. Principali componenti delle attività

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



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

### *Investimenti immobiliari*

Gli investimenti immobiliari, che includono le quote di fondi immobiliari e le partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse di previdenza, ammontano a 18,8 miliardi di euro, costituendo il 16,5 per cento dell'attivo totale. In due casi (numero stabile rispetto all'anno precedente) la componente immobiliare supera il 30 per cento delle attività.

Gli immobili di proprietà delle casse di previdenza totalizzano 2,6 miliardi di euro (di cui 557 milioni formati da cespiti strumentali), costituendo il 2,3 per cento delle attività. Nell'ultimo quinquennio, la tendenza alla riduzione è proseguita sia in valore assoluto sia in percentuale dell'attivo: 1,8 miliardi di euro in meno, pari a 2,3 punti percentuali.

Per localizzazione geografica, nelle due maggiori città italiane si concentra l'85 per cento degli immobili, ubicati per quasi il 90 per cento a Roma e per il restante 10 per cento a Milano. La destinazione d'uso prevalente è quella residenziale (39,2 per cento), seguita dall'uso uffici (24,2 per cento).

Anche per effetto di pregresse operazioni di conferimento di cespiti di proprietà, i fondi immobiliari costituiscono la componente maggioritaria degli investimenti immobiliari delle casse di previdenza, 15,6 miliardi di euro. Se confrontati con il dato di fine 2019 emerge un aumento in valore assoluto di circa 600 milioni di euro, sebbene il peso in termini relativi di tale componente risulti in diminuzione di due punti percentuali.

È ubicato in Italia l'84,5 per cento degli immobili sottostanti i fondi immobiliari. La destinazione d'uso prevalente è uffici (56,7 per cento), seguita da commerciale (17,4 per cento) e residenziale (11,5 per cento).

Completano il quadro le partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse di previdenza che ammontano a 572 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, totalizzano nel complesso 43,2 miliardi di euro, il 37,9 per cento delle attività; di questi, il 55,9 per cento, pari a 24,2 miliardi di euro, è detenuto direttamente mentre il restante 44,1 per cento, pari a 19 miliardi, è costituito da titoli di debito sottostanti gli OICVM.

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.

Gli investimenti complessivi in titoli di Stato corrispondono al 60,9 per cento del portafoglio obbligazionario (in aumento di 1,8 punti percentuali rispetto al 2022); il relativo controvalore di 26,3 miliardi è per 19,2 miliardi costituito da titoli di Stato detenuti direttamente e per 7,1 miliardi da titoli sottostanti gli OICVM.

La maggior parte dei titoli di Stato si colloca nella fascia di *duration* compresa tra 3 e 10 anni, 46,3 per cento, che registra un incremento di sette punti percentuali rispetto al 2022 (*cfr. Tav. 7*); per contro, è diminuita dal 42,6 al 33,2 per cento la quota di titoli di Stato con *duration* inferiore a 3 anni mentre i titoli appartenenti alla fascia superiore a 10 anni

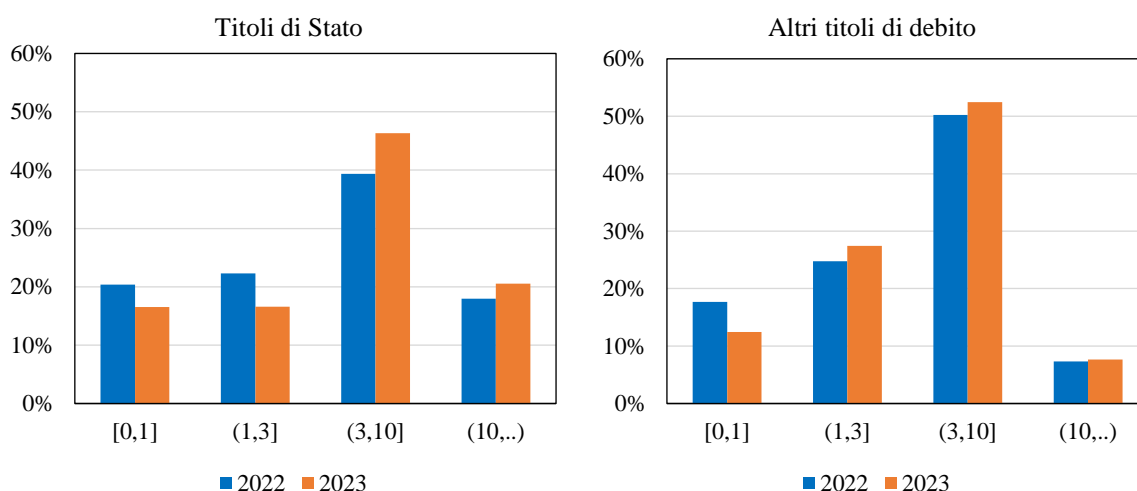
aumentano dal 18 al 20,5 per cento. La *duration* media del portafoglio titoli di Stato, riferita alla sola componente detenuta direttamente, si attesta a 6,4 anni contro i 5,5 anni del 2022.

Gli altri titoli di debito totalizzano 16,9 miliardi di euro, corrispondenti al 39,1 per cento del portafoglio obbligazionario, di cui 5 miliardi detenuti direttamente e 11,9 miliardi costituiti da titoli sottostanti gli OICVM.

**Tav. 7**

**Casse di previdenza. Composizione degli investimenti obbligazionari per fasce di *duration* (con *look-through* degli OICVM)**

(dati di fine anno; valori percentuali)



Anche la maggior parte degli altri titoli di debito si colloca nella fascia di *duration* compresa tra 3 e 10 anni, 51,7 per cento (due punti percentuali in più rispetto al 2022), a fronte di una diminuzione pressoché corrispondente della quota con *duration* inferiore a 3 anni; stabile intorno al 5 per cento la percentuale dei titoli con *duration* superiore a 10 anni. La *duration* media del portafoglio altri titoli di debito, riferita alla sola componente detenuta direttamente, registra una leggera crescita da 4,5 a 4,8 anni.

La ripartizione per area geografica degli investimenti obbligazionari (*cfr. Tav. 8*) mostra la prevalenza degli emittenti dell'Area dell'euro con il 62,4 per cento (60,1 per cento nel 2022), di cui il 45,3 costituito da titoli di Stato (42,3 nel 2022); gli emittenti degli Stati Uniti formano il 18,9 per cento (19,9 nel 2022) degli investimenti obbligazionari, di cui l'11,5 costituito da emissioni di imprese.

Tav. 8

**Casse di previdenza. Composizione degli investimenti obbligazionari per area geografica**  
(dati di fine 2023; valori percentuali; importi in milioni di euro)

	Titoli di debito detenuti direttamente		Titoli di debito sottostanti gli OICVM		Totale	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
<b>Titoli di Stato</b>	<b>75,9</b>	<b>79,4</b>	<b>39,1</b>	<b>37,4</b>	<b>59,1</b>	<b>60,9</b>
Italia	45,4	57,2	4,1	3,4	26,5	33,5
Altri paesi dell'area euro	22,1	14,1	8,4	8,8	15,8	11,8
Altri paesi dell'UE	0,1	0,1	1,3	1,4	0,6	0,7
Stati Uniti	5,4	5,2	9,9	10,0	7,4	7,4
Giappone	0,8	0,4	2,9	1,7	1,7	1,0
Regno Unito	0,6	0,7	1,1	1,5	0,8	1,1
Altri paesi aderenti OCSE	0,8	0,8	2,7	2,7	1,6	1,7
Paesi non aderenti OCSE	0,8	0,8	8,8	7,8	4,5	3,9
<b>Altri titoli di debito</b>	<b>24,1</b>	<b>20,6</b>	<b>60,9</b>	<b>62,9</b>	<b>40,9</b>	<b>39,1</b>
Italia	3,2	3,6	3,0	3,5	3,1	3,5
Altri paesi dell'area euro	10,2	7,6	20,0	21,3	14,7	13,6
Altri paesi dell'UE	0,7	0,6	1,9	2,1	1,2	1,3
Stati Uniti	6,1	5,4	20,0	19,2	12,5	11,5
Giappone	0,3	0,2	1,0	0,8	0,6	0,5
Regno Unito	1,5	1,3	5,0	5,0	3,1	2,9
Altri paesi aderenti OCSE	1,4	1,2	4,7	4,9	2,9	2,8
Paesi non aderenti OCSE	0,9	0,7	5,2	5,8	2,9	3,0
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria (importi):</i>						
Titoli di Stato	15.432	19.185	6.699	7.119	22.131	26.304
Altri titoli di debito	4.903	4.977	10.434	11.917	15.337	16.895
Totale	20.336	24.163	17.133	19.036	37.468	43.199

La suddivisione geografica è molto diversa per titoli di debito detenuti direttamente e per quelli sottostanti gli OICVM. Per la prima componente, più orientata verso i titoli di Stato, l'Area dell'euro pesa l'82,5 per cento (80,9 nel 2022); per quella sottostante gli OICVM, per la maggior parte indirizzata verso gli altri titoli di debito, l'Area dell'euro è pari al 37 per cento (35,5 nel 2022), seguita dagli Stati Uniti con il 29,2 per cento (29,9 nel 2022).

Con riferimento alla composizione settoriale (cfr. Tav. 9), le emissioni effettuate da imprese finanziarie costituiscono il 47,2 per cento (stabili rispetto al 2022); il settore dei beni di consumo raggruppa complessivamente il 12,8 per cento, in aumento di 1,7 punti percentuali

rispetto al 2022; le emissioni del settore industriale formano il 9,2 per cento (8,9 per cento nel 2022).

I titoli di debito *corporate* detenuti direttamente e quelli sottostanti gli OICVM mostrano differenze meno marcate. Le emissioni del settore finanziario, che hanno un peso preponderante in entrambi, incidono di più tra i titoli detenuti direttamente (52,2 per cento contro 45,1); quelle del settore industriale sono maggiormente rappresentate negli investimenti sottostanti gli OICVM (10,2 per cento contro 6,9).

**Tav. 9**

**Casse di previdenza. Composizione degli altri titoli di debito per settore di attività economica**  
(dati di fine 2023; valori percentuali; importi in milioni di euro)

	Altri titoli di debito detenuti direttamente		Altri titoli di debito sottostanti gli OICVM		Totale	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Energia	6,1	6,4	5,7	5,4	5,8	5,7
Materiali	2,5	2,5	4,0	3,8	3,5	3,4
Industriale	5,2	6,9	10,6	10,2	8,9	9,2
Consumi ciclici	5,0	5,7	6,6	7,0	6,1	6,6
Consumi non ciclici	4,8	4,9	5,0	6,7	4,9	6,2
Sanitario	4,1	4,3	3,6	3,1	3,7	3,4
Finanziario	53,2	52,2	44,2	45,1	47,1	47,2
<i>Information technology (IT)</i>	2,4	1,9	4,9	3,7	4,1	3,2
Telecomunicazioni	7,4	6,5	7,6	7,0	7,6	6,9
<i>Utilities</i>	6,6	6,5	5,7	7,2	6,0	7,0
Real estate	2,6	2,2	2,1	1,0	2,3	1,3
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>						
Importi	4.897	4.968	10.449	11.917	15.346	16.885
<i>in % sul totale</i>	<i>31,9</i>	<i>29,4</i>	<i>68,1</i>	<i>70,6</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

### ***Investimenti azionari***

I titoli azionari, ivi inclusi quelli sottostanti gli OICVM detenuti, totalizzano 21,6 miliardi di euro, il 18,9 per cento delle attività.

Senza considerare quelli sottostanti gli OICVM, i titoli di capitale ammontano a 9,6 miliardi di euro, il 44,3 per cento del portafoglio azionario, salendo di 1,2 punti percentuali dall'anno precedente; di questi, 1,95 miliardi di euro sono costituiti da quote del capitale della Banca d'Italia, pari all'1,7 per cento dell'attivo totale delle casse (1,9 nel 2022).

Gli investimenti in titoli di capitale sottostanti gli OICVM ammontano a 12 miliardi di euro, il restante 55,7 per cento del portafoglio azionario.

Per area geografica dell'emittente (*cf. Tav. 10*), i titoli di capitale sono investiti per il 48,3 per cento (stabili rispetto al 2022) nell'Area dell'euro; seguono gli Stati Uniti (aumentati dal 24,3 al 26,8 per cento) e i titoli dei Paesi non aderenti all'OCSE (scesi dal 12,1 al 9,9 per cento).

**Tav. 10**

**Casse di previdenza. Composizione degli investimenti azionari per area geografica**

(dati di fine 2023; valori percentuali; importi in milioni di euro)

	Titoli di capitale detenuti direttamente		Titoli di capitale sottostanti gli OICVM		Totale	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Italia	78,6	78,7	4,1	4,0	36,3	37,1
Altri paesi dell'area euro	4,9	4,2	17,4	16,8	12,0	11,2
Altri paesi dell'UE	0,4	0,4	3,4	3,6	2,1	2,2
Stati Uniti	11,4	11,2	34,2	39,3	24,3	26,8
Giappone	1,0	0,9	6,1	6,4	3,9	3,9
Regno Unito	1,6	1,3	5,1	4,9	3,6	3,3
Altri paesi aderenti OCSE	1,6	1,4	8,9	8,7	5,7	5,5
Paesi non aderenti OCSE	0,6	1,9	20,8	16,3	12,1	9,9
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>						
Importi	7.793	9.581	10.269	12.026	18.062	21.607
<i>in % sul totale</i>	<i>43,1</i>	<i>44,3</i>	<i>56,9</i>	<i>55,7</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

I titoli di capitale detenuti direttamente, calcolati includendo anche le quote del capitale della Banca d'Italia il cui peso è di circa un quinto del totale, mostrano una netta prevalenza dei titoli delle imprese italiane (78,7 per cento). Le azioni sottostanti gli OICVM risultano invece più diversificate geograficamente, con gli emittenti degli Stati Uniti che ne formano la quota maggiore con il 39,3 per cento del totale, in aumento dal 34,2 del 2022; è significativo anche il peso degli emittenti dei Paesi non aderenti all'OCSE, pari al 16,3 per cento, seppur in diminuzione rispetto al 20,8 per cento del 2022.

Con riferimento ai settori di attività economica (*cf. Tav. 11*), il 33,1 per cento (31,6 nel 2022) fa capo al settore finanziario; seguono il settore dei beni di consumo complessivamente considerati, scesi dal 15,6 al 14,9 per cento, e quello dell'*information technology* salito dall'11,7 al 12,7 per cento.

I titoli di capitale detenuti direttamente sono caratterizzati da una netta prevalenza dei titoli del settore finanziario (53 per cento), che includono anche le quote del capitale della Banca d'Italia, rispetto a quelli sottostanti gli OICVM che si connotano per una maggiore diversificazione settoriale.



Tav. 11

**Casse di previdenza. Composizione degli investimenti azionari per settore di attività economica**  
(dati di fine 2023; valori percentuali; importi in milioni di euro)

	Titoli di capitale detenuti direttamente		Titoli di capitale sottostanti gli OICVM		Totale	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Energia	10,6	9,3	2,9	2,8	6,2	5,7
Materiali	1,0	0,8	5,7	4,9	3,6	3,1
Industriale	6,3	5,3	13,3	13,8	10,3	10,0
Consumi ciclici	2,7	3,3	11,5	11,5	7,7	7,9
Consumi non ciclici	3,7	2,8	11,0	10,4	7,9	7,0
Sanitario	3,9	3,6	12,3	11,2	8,7	7,8
Finanziario	51,1	53,0	16,8	17,3	31,6	33,1
<i>Information technology (IT)</i>	3,7	5,0	17,8	18,8	11,7	12,7
Telecomunicazioni	2,2	2,4	4,0	5,6	3,3	4,2
<i>Utilities</i>	13,5	14,0	3,1	2,3	7,6	7,5
Real estate	1,3	0,5	1,5	1,4	1,4	1,0
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>						
Importi	7.793	9.581	10.269	12.026	18.062	21.607
<i>in % sul totale</i>	<i>43,1</i>	<i>44,3</i>	<i>56,9</i>	<i>55,7</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

### ***Altri investimenti in OICR***

Gli OICR diversi dagli OICVM ammontano a 27 miliardi di euro, il 23,7 per cento delle attività totali; per essi sussistono inoltre 7,9 miliardi di euro di residui impegni di sottoscrizione.

I fondi immobiliari totalizzano 15,6 miliardi (57,9 per cento del totale). Il 91,2 per cento fa capo a fondi di tipo chiuso e l'89 per cento a fondi di diritto italiano; circa quattro quinti sono riferibili a strumenti detenuti da una cassa integralmente o quasi, quale conseguenza delle sopra richiamate operazioni di apporto di cespiti di proprietà.

I fondi diversi da quelli immobiliari ammontano a 11,4 miliardi (42,1 per cento). Il 77,7 per cento fa capo a fondi di tipo chiuso e il 74,8 a fondi di diritto estero; circa il 12,6 per cento è riferibile a strumenti detenuti da una cassa integralmente o quasi. Sotto il profilo della tipologia, tali fondi sono costituiti per il 39,9 per cento del totale da fondi di *private equity*, per il 14,1 per cento da fondi di *private debt* e per il 32 per cento da fondi che investono in infrastrutture; il residuo è costituito da fondi non riconducibili alle categorie qui riportate.

### ***Altre componenti dell'attivo***

Nelle attività complessivamente detenute dalle casse di previdenza figurano inoltre: depositi per 6,5 miliardi di euro (5,7 per cento del totale, in diminuzione rispetto al 6,6 per cento del 2022); polizze assicurative per 539 milioni (0,5 per cento), per quasi la totalità afferenti al ramo V; altre attività per 9,9 miliardi (8,8 per cento), di cui 8,8 miliardi rappresentativi di crediti di natura contributiva (7,7 per cento).

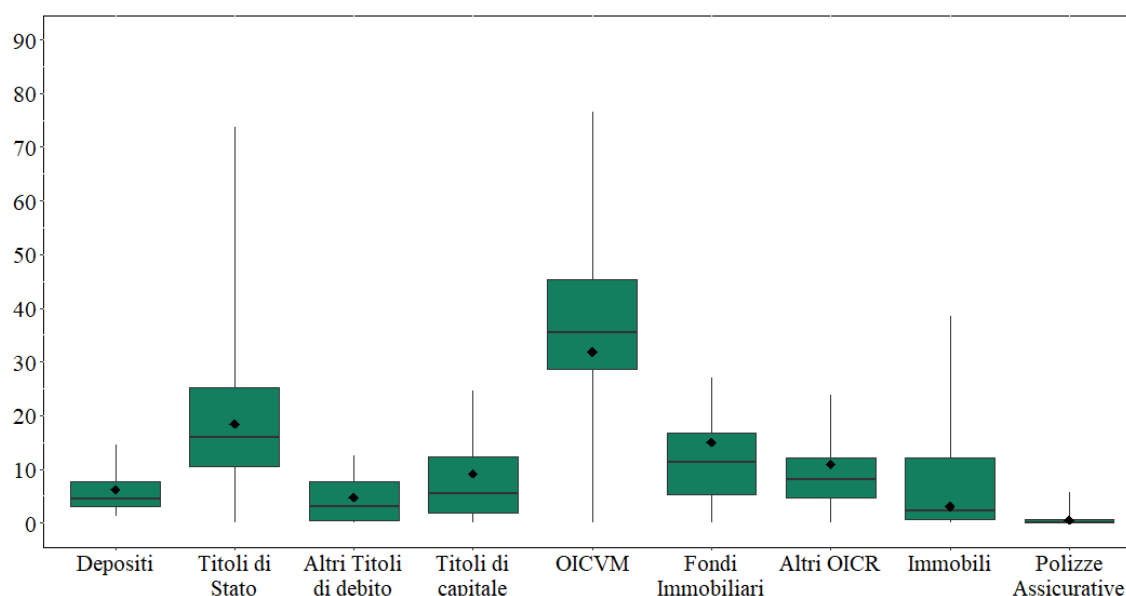
Le suddette altre attività tengono conto del valore di mercato degli strumenti finanziari derivati impiegati da 5 casse, esclusivamente con finalità di copertura del rischio di cambio riferito a investimenti denominati in divisa diversa dall'euro, che nel complesso è pari a 44,1 milioni di euro.

## 2.2. Alcuni dati riferiti alle singole casse di previdenza

Nella composizione delle attività investite, intese quale totale delle risorse al netto della componente “Altre attività”, sussistono ampie differenze 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. Per questi ultimi, le politiche di investimento tendono a essere tra di loro più omogenee rispecchiando, a livello di comparto, l’orientamento prevalente verso una o più classi di attività ed essendo spesso collegate a un *benchmark* di riferimento; ciò secondo quanto stabilito nelle convenzioni e nei regolamenti, in coerenza con la specifica normativa di settore.

Tav. 12

**Casse di previdenza. Distribuzione (box plot) delle componenti delle attività investite**  
(dati di fine 2023; valori percentuali)



I valori estremi della scatola (box) raffigurano il primo (Q1) e il terzo (Q3) quartile della distribuzione delle componenti delle attività investite, la cui altezza rappresenta pertanto la differenza (range) interquartile data da (Q3-Q1). I segmenti esterni al box sono detti baffi (whiskers) la cui lunghezza massima è determinata sottraendo/aggiungendo al primo/terzo quartile  $1,5 \times (Q3-Q1)$ , dove (Q3-Q1) costituisce, appunto, il range interquartile.

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.

Per ciascuna componente dell’attivo investito, emergono differenze tra le diverse casse di previdenza talvolta anche ampie (cfr. Tav. 12). In particolare, il campo di variazione delle quote detenute è elevato per i titoli di Stato (0-74 per cento, la metà dei casi con percentuali comprese tra il 10 e il 25 per cento) e per gli OICVM (0-76 per cento, la metà dei casi tra il 28 e il 47 per cento). Mostrano una dispersione elevata anche i fondi immobiliari (0-27 per cento, la metà dei casi tra il 5 e il 17 per cento) e gli immobili, comprensivi delle

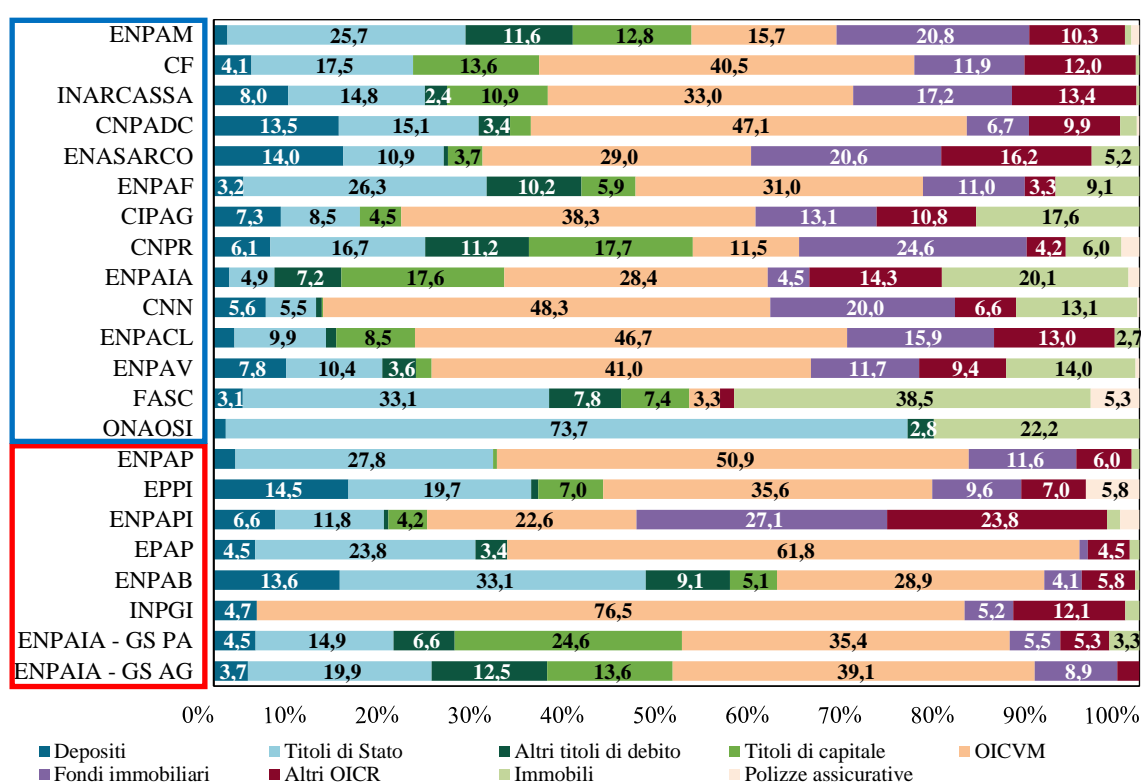
partecipazioni in società immobiliari controllate (0-39 per cento, la metà dei casi compresi tra lo 0,7 e il 13 per cento).

L'ampia eterogeneità nella composizione delle attività investite delle 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. 13*).

**Tav. 13**

**Casse di previdenza. Composizione delle attività investite**

(dati di fine 2023)



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

Gli OICR comprendono al loro interno diverse classi di attività. L'analisi svolta sopra sulla composizione delle attività investite delle casse può pertanto essere replicata distribuendo gli attivi sottostanti gli OICR nelle rispettive classi di riferimento. In particolare, si attribuiscono alle rispettive classi di attività quelle detenute dagli OICVM, si aggregano agli immobili i fondi immobiliari e le partecipazioni in società immobiliari controllate e si considerano gli Altri OICR (di tipo mobiliare) come classe a sé stante.

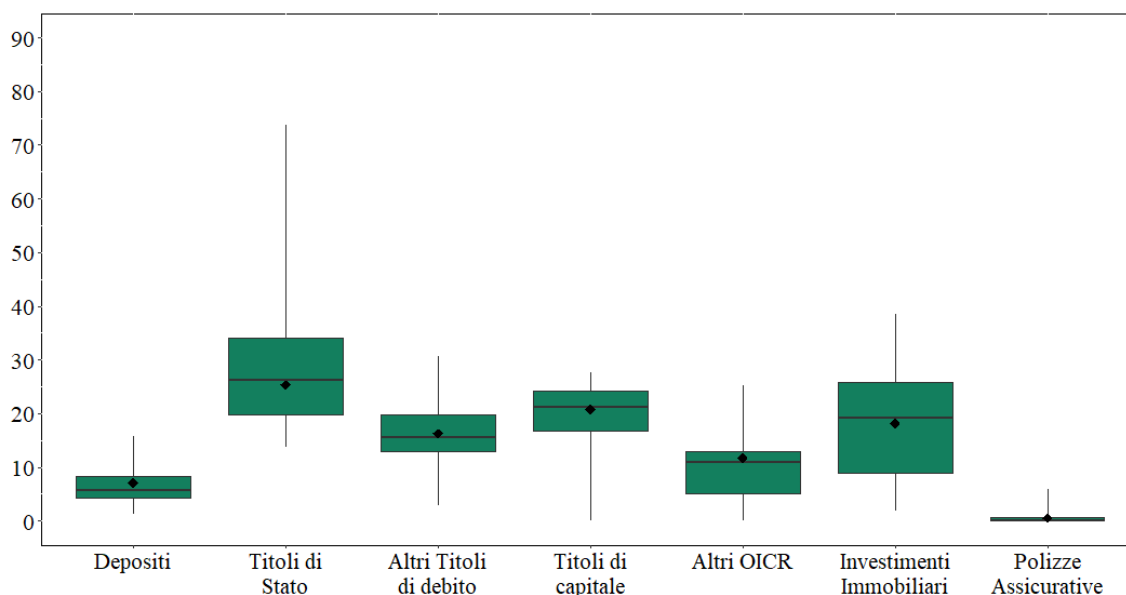
Replicando il diagramma di *Tav. 12* per le attività investite riattribuite secondo il criterio sopra richiamato (*cfr. Tav. 14*), si osserva una minore eterogeneità dei portafogli delle casse.

Rimane elevato il campo di variazione dei titoli di Stato (14-74 per cento, la metà dei casi compresi tra il 19 e il 34 per cento) e degli investimenti immobiliari (2-39 per cento, la metà dei casi tra il 9 e il 27 per cento). Per le altre componenti, il *range* di oscillazione è più ristretto, in particolare per i titoli di debito (3-31 per cento, la metà dei casi compresi tra il 13 e il 20 per cento) e per i titoli di capitale (0-28 per cento, la metà dei casi tra il 16 e il 24 per cento).

**Tav. 14**

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

(dati di fine 2023; valori percentuali)

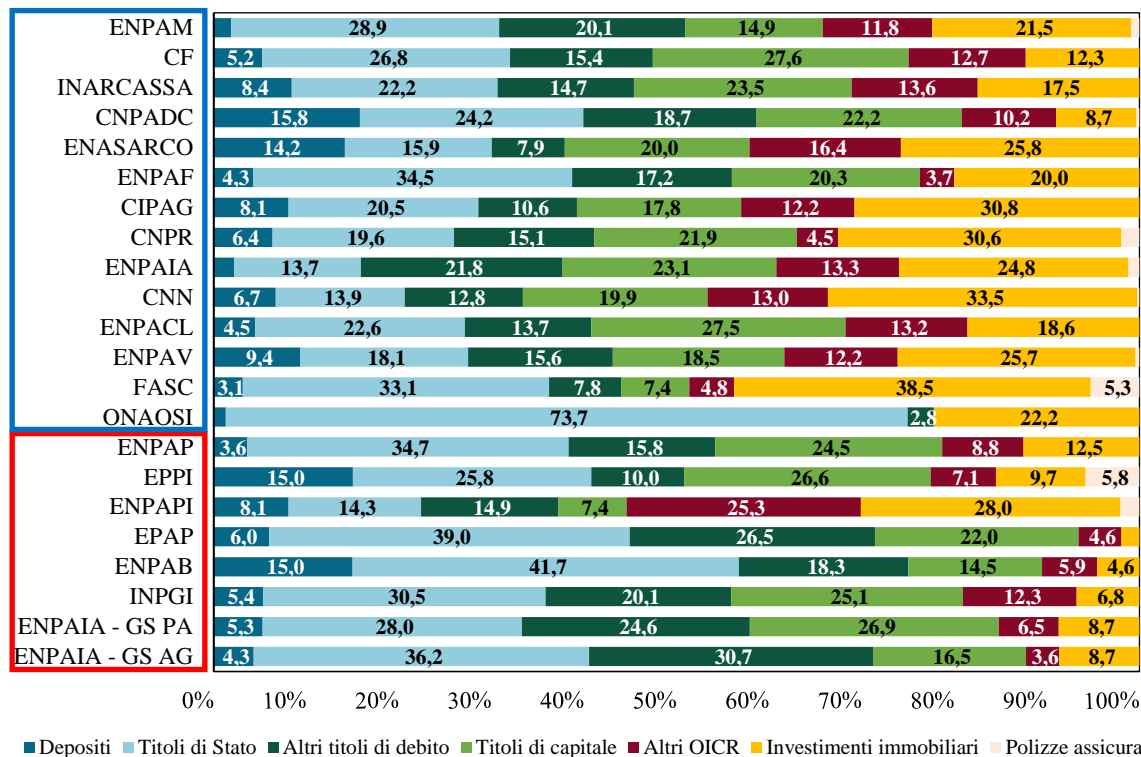


I valori estremi della scatola (*box*) raffigurano il primo (Q1) e il terzo (Q3) quartile della distribuzione delle componenti delle attività investite, la cui altezza rappresenta pertanto la differenza (*range*) interquartile data da (Q3-Q1). I segmenti esterni al *box* sono detti baffi (*whiskers*) la cui lunghezza massima è determinata sottraendo/aggiungendo al primo/terzo quartile  $1,5 \times (Q3-Q1)$ , dove (Q3-Q1) costituisce, appunto, il *range* interquartile.

Per ciascuna cassa, il peso delle singole componenti è calcolato sul totale delle attività investite. Il punto evidenziato in grassetto rappresenta la media ponderata.

Restano, tuttavia, differenze tra le diverse casse nella composizione delle attività investite (*cfr. Tav. 15*). Tali differenze non sembrano dettate dall'appartenenza delle casse di previdenza alle categorie individuate dalla normativa (Decreti lgs. 509/1994 e 103/1996); fa eccezione il peso degli investimenti immobiliari, che si attesta su livelli comparativamente più elevati per quelle di cui al Decreto lgs. 509/1994 anche per i già richiamati vincoli che sussistevano all'impiego dei fondi disponibili.

**Casse di previdenza. Composizione delle attività investite (con *look-through* degli OICVM)**  
(dati di fine 2023)



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).

### 3. GLI INVESTIMENTI NELL'ECONOMIA ITALIANA

Gli investimenti delle casse di previdenza nell'economia italiana, 44 miliardi di euro, formano il 38,6 per cento delle attività totali, in aumento di 3 punti percentuali rispetto al 2022 (cfr. Tav. 16); per differenza, gli investimenti non domestici, 53 miliardi, corrispondono al 46,5 per cento e sono in diminuzione di 1,5 punti.

**Tav. 16**

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

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

	2022				2023			
	Investimenti domestici		Per memoria: Totale		Investimenti domestici		Per memoria: Totale	
	Importo	%	Importo	%	Importo	%	Importo	%
Titoli di Stato	9.238	8,9	15.432	14,9	13.832	12,1	19.185	16,8
Altri titoli di debito	643	0,6	4.903	4,7	864	0,8	4.977	4,4
Titoli di capitale	6.118	5,9	7.793	7,5	7.539	6,6	9.581	8,4
OICVM	1.658	1,6	30.236	29,1	1.830	1,6	33.114	29,0
Altri OICR	15.974	15,4	25.013	24,1	16.779	14,7	27.000	23,7
- di cui: fondi immobiliari	13.930	13,4	15.200	14,7	13.933	12,2	15.637	13,7
Immobili	2.734	2,6	2.734	2,6	2.602	2,3	2.602	2,3
Partecipazioni in società immobiliari	537	0,5	562	0,5	549	0,5	572	0,5
<b>Totale</b>	<b>36.903</b>	<b>35,6</b>	<b>86.674</b>	<b>83,5</b>	<b>43.995</b>	<b>38,6</b>	<b>97.033</b>	<b>85,1</b>
Depositi			6.853	6,6			6.499	5,7
Polizze assicurative			575	0,6			539	0,5
Altre attività			9.654	9,3			9.985	8,7
<b>Totale attività</b>			<b>103.756</b>	<b>100,0</b>			<b>114.055</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>								
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>17.201</b>	<b>16,6</b>	<b>18.497</b>	<b>17,8</b>	<b>17.084</b>	<b>15,0</b>	<b>18.811</b>	<b>16,5</b>
- immobili	2.734	2,6	2.734	2,6	2.602	2,3	2.602	2,3
- fondi immobiliari	13.930	13,4	15.200	14,6	13.933	12,2	15.637	13,7
- partecipazioni in società immobiliari	537	0,5	562	0,5	549	0,5	572	0,5

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

Completano il quadro delle attività i depositi, le polizze assicurative e le altre attività che formano nell'insieme il residuo 14,9 per cento. Al netto di tali ultime componenti, su un totale di 97,1 miliardi l'incidenza è, rispettivamente, del 45,3 per cento (42,6 nel 2022) per gli investimenti domestici e del 54,7 per cento (57,4 nel 2022) per quelli non domestici.

Tra gli investimenti domestici restano predominanti gli investimenti immobiliari (17,1 miliardi di euro, il 15 per cento delle attività totali) e i titoli di Stato (13,8 miliardi di euro, il 12,1 per cento delle attività totali). Rispetto al 2022, aumentano di 3,2 punti percentuali i titoli di Stato a fronte di una diminuzione della percentuale dell'immobiliare di 1,6 punti.

Sono inoltre presenti altri titoli di debito e titoli di capitale per un ammontare complessivo di 8,4 miliardi di euro (6,8 nel 2022), pari al 7,4 per cento dell'attivo (6,5 nel 2022); per entrambe le classi di investimento aumenta l'incidenza sul totale dell'attivo, rispettivamente, dallo 0,6 allo 0,8 per cento e dal 5,9 al 6,6 per cento. 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 per un controvalore complessivo di 1,95 miliardi di euro (invariato rispetto all'anno precedente), pari al 26 per cento del capitale della Banca. Rispetto al totale dell'attivo delle casse partecipanti, tali quote pesano in media il 2,1 per cento (2,3 nel 2022), variando da un minimo dello 0,4 per cento a un massimo dell'8,2 per cento.

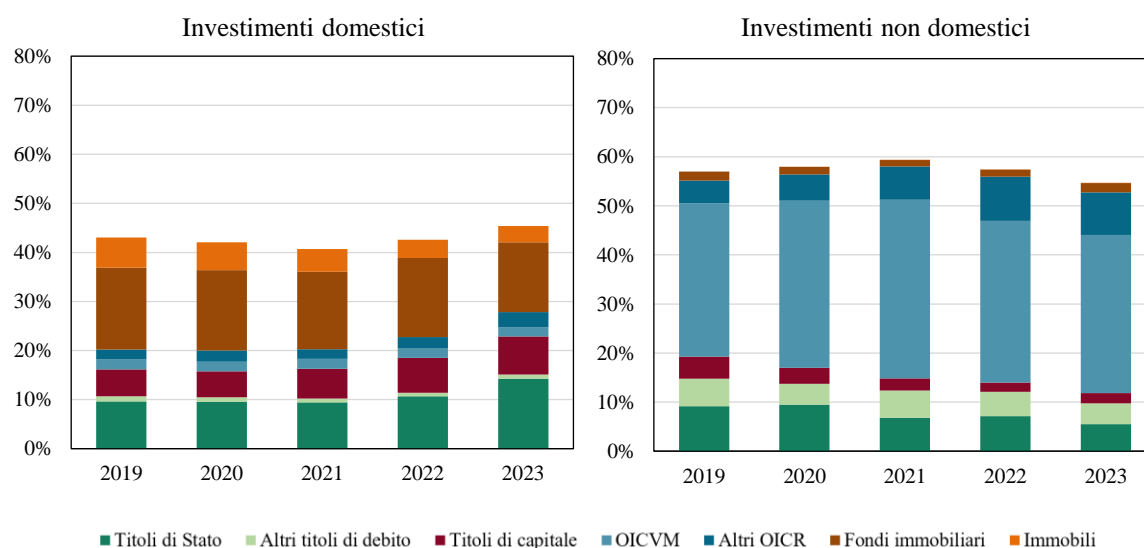
Le quote di OICR diversi dai fondi immobiliari totalizzano 4,7 miliardi di euro, pari al 4,1 per cento delle attività (3,6 nel 2022): 1,8 miliardi (1,7 nel 2022) si riferiscono a OICVM e 2,8 miliardi (2 nel 2022) ad altri OICR (di tipo mobiliare).

L'evoluzione nel quinquennio 2019-2023 delle componenti dell'attivo ripartite tra investimenti domestici e non domestici (*cfr. Tav. 17*) mostra un aumento della quota domestica di 2,3 punti percentuali. Tra le diverse classi di attività: si riducono gli immobili (2,9 punti percentuali), i fondi immobiliari (2,4 punti percentuali) e gli altri titoli di debito (0,2 punti percentuali); aumenta, invece, l'incidenza dei titoli di Stato (4,6 punti percentuali), dei titoli di capitale (2,3 punti percentuali) e delle quote di altri OICR di tipo mobiliare (0,9 punti percentuali); restano sostanzialmente stabili le quote di OICVM.

**Tav. 17**

**Casse di previdenza. Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2019-2023**

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



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

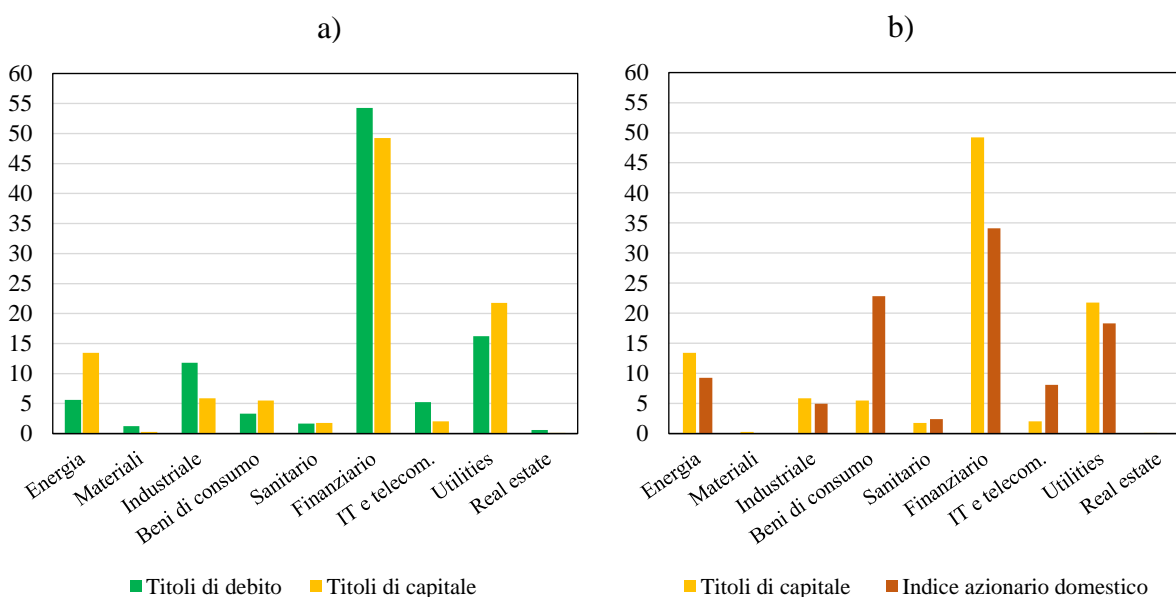


Alla fine del 2023, i titoli di imprese italiane, includendo anche quelli sottostanti gli OICVM ed escludendo le quote del capitale della Banca d'Italia, appartengono in prevalenza al settore finanziario che costituisce il 54,3 per cento delle obbligazioni e il 49,3 delle azioni (cfr. Tav. 18); in larga parte, si tratta di titoli di emittenti bancari. Tra le obbligazioni, seguono il settore delle *utilities* (16,2 per cento) e l'industriale (11,8 per cento); tra le azioni, figurano sempre le *utilities* (21,8 per cento) e il settore energetico (13,4 per cento).

**Tav. 18**

**Casse di previdenza. Titoli di imprese italiane per settore di attività economica a) e confronto dei titoli di capitale con i pesi dell'indice della Borsa italiana b)**

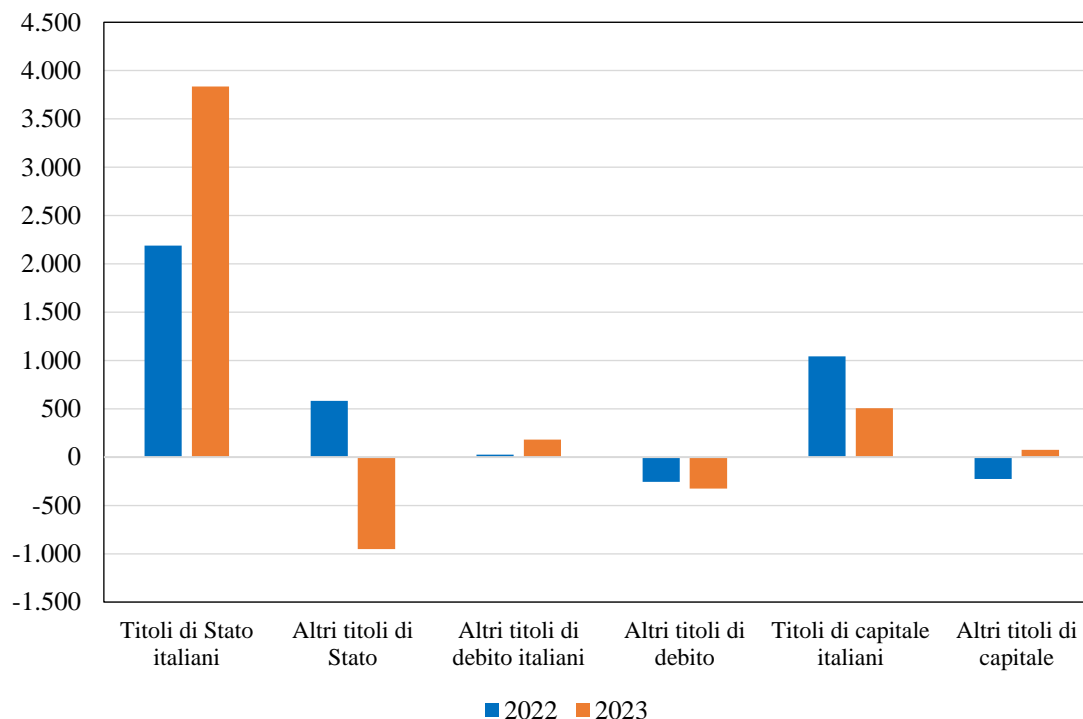
(dati di fine 2023; valori percentuali)



La composizione per settore di attività economica dell'indice della Borsa italiana è ricavata sulla base della capitalizzazione alla fine del 2023 delle 40 azioni che costituiscono l'indice FTSE-MIB.

La distribuzione per settore dei titoli di capitale confrontata con i pesi dei corrispondenti settori ai quali appartengono le azioni dell'indice rappresentativo della Borsa italiana mostra alcune differenze. In particolare, a fronte del maggiore peso assunto nei portafogli delle casse dai titoli dei settori finanziario ed energetico, risultano, invece, sottopesati il settore dei beni di consumo e dell'*information technology*.

L'analisi fin qui svolta ha mostrato l'incremento della quota di investimenti domestici negli ultimi due anni, in particolare per i titoli di Stato e, in misura minore, per le azioni. Dall'osservazione delle transazioni in titoli effettuate nel 2023 (cfr. Tav. 19), emerge che l'aumento dei titoli di Stato è pressoché integralmente imputabile ad acquisti netti per circa 3,8 miliardi; le casse di previdenza sono state anche acquirenti nette di azioni italiane per 500 milioni e di obbligazioni per 180 milioni. Per quanto riguarda i titoli non domestici, le casse risultano venditrici nette di titoli di Stato per quasi un miliardo di euro.

**Casse di previdenza. Acquisti netti di titoli di debito e di capitale.***(flussi annuali; importi in milioni di euro)*

Al fine di incentivare l'investimento nelle imprese residenti nel territorio italiano ovvero nelle imprese europee dotate di stabile organizzazione in detto territorio, nel corso del tempo sono state introdotte delle apposite agevolazioni di natura fiscale inerenti ai redditi prodotti da tale investimento.

Riguardo alle casse di previdenza, attualmente tali agevolazioni, subordinate a un periodo minimo di detenzione dell'investimento pari a cinque anni, sono così riassumibili:

- credito d'imposta previsto dalla Legge 190/2014 (e successive modifiche) per investimenti in attività finanziarie a medio e lungo termine, il cui novero è stato a suo tempo individuato da un apposito decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze; tale agevolazione è pari alla differenza tra l'ammontare dell'imposta sui redditi finanziari dell'investimento calcolata in base all'aliquota ordinaria del 26 per cento e quello computato nella misura del 20 per cento;
- esenzioni dall'imposta sul reddito contemplate per gli investimenti qualificati ai sensi dell'art. 1, commi 88-89, della Legge 232/2016, per i Piani di risparmio a lungo termine ai sensi dell'art. 13 *bis*, comma 2 *bis*, del Decreto legge 124/2019 (cosiddetti PIR alternativi) e per i Piani di risparmio a lungo termine diversi dai PIR alternativi (cosiddetti PIR ordinari). Per investimenti qualificati, si intendono azioni o quote di imprese residenti in Italia, in Stati membri dell'Unione europea (UE) o in Stati aderenti

all'Accordo sullo Spazio economico europeo (SEE) e con stabile organizzazione in Italia, oppure quote o azioni di OICR residenti in Italia, in Stati dell'UE o in Stati aderenti al SEE che investono prevalentemente in azioni o quote di imprese come sopra menzionate. L'agevolazione è riconosciuta nei limiti del 10 per cento dell'attivo delle casse.

A fine 2023 gli investimenti delle casse di previdenza che usufruiscono delle suddette agevolazioni fiscali ammontano a 4,9 miliardi di euro (*cfr. Tav. 20*). Gli investimenti qualificati ex Legge 232/2016 rappresentano la componente prevalente (4,1 miliardi) e sono costituiti da titoli di capitale per 3,1 miliardi (pari a poco meno di un terzo di quelli complessivamente detenuti dalle casse), da OICVM per 162 milioni e da altri OICR (di tipo mobiliare) per 866 milioni. I PIR ordinari e alternativi ammontano rispettivamente a 209 e 273 milioni, mentre gli investimenti che godono del credito d'imposta ex Legge 190/2014 sono complessivamente pari a 268 milioni.

## Tav. 20

### Casse di previdenza. Investimenti con agevolazioni fiscali

(dati di fine 2023; importi in milioni di euro; valori in percentuale del totale della corrispondente tipologia di attività)

	Investimenti ammessi al credito d'imposta		Investimento qualificato		PIR ordinario		PIR alternativo		Totale invest. agevolati	Per memoria:	
	Importo	%	Importo	%	Importo	%	Importo	%		Totale attività	%
Titoli di debito	30	0,6	-	-	-	-	-	-	30	4.946	0,6
Titoli di capitale	-	-	3.089	30,5	-	-	-	-	3.089	10.116	30,5
OICVM	-	-	162	0,5	209	0,6	-	-	371	33.123	1,1
Fondi immobiliari	111	0,7	-	-	-	-	-	-	111	15.637	0,7
Altri OICR	127	1,1	866	7,6	-	-	273	2,4	1.266	11.354	11,2
<b>Totale</b>	<b>268</b>	<b>0,4</b>	<b>4.117</b>	<b>5,5</b>	<b>209</b>	<b>0,3</b>	<b>273</b>	<b>0,4</b>	<b>4.868</b>	<b>75.176</b>	<b>6,5</b>

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

A fine 2023, le attività finanziarie (attività totali al netto degli immobili, delle polizze assicurative e delle altre attività) ammontano a 100,4 miliardi di euro contro i 90,2 miliardi dell'anno precedente (*cfr. Tav. 21*).

**Tav. 21**

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

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

	2022		2023	
	Importi	%	Importi	%
Gestione diretta	75.638	83,8	87.049	86,7
- di cui: investimenti diversi da OICVM	46.428	51,5	54.617	54,4
- di cui: investimenti in OICVM	29.211	32,4	32.432	32,3
Gestione indiretta tramite mandati	14.592	16,2	13.308	13,3
<b>Totale attività finanziarie</b>	<b>90.230</b>	<b>100,0</b>	<b>100.357</b>	<b>100,0</b>

Le attività complessivamente gestite in forma diretta totalizzano 87 miliardi di euro, l'86,7 per cento del totale (83,8 nel 2022): 54,6 miliardi sono costituiti da investimenti diversi dalle quote di OICVM, pari al 54,4 per cento del totale delle attività finanziarie (51,5 nel 2022), e 32,4 miliardi da quote di OICVM, la cui incidenza sul totale è rimasta invariata.

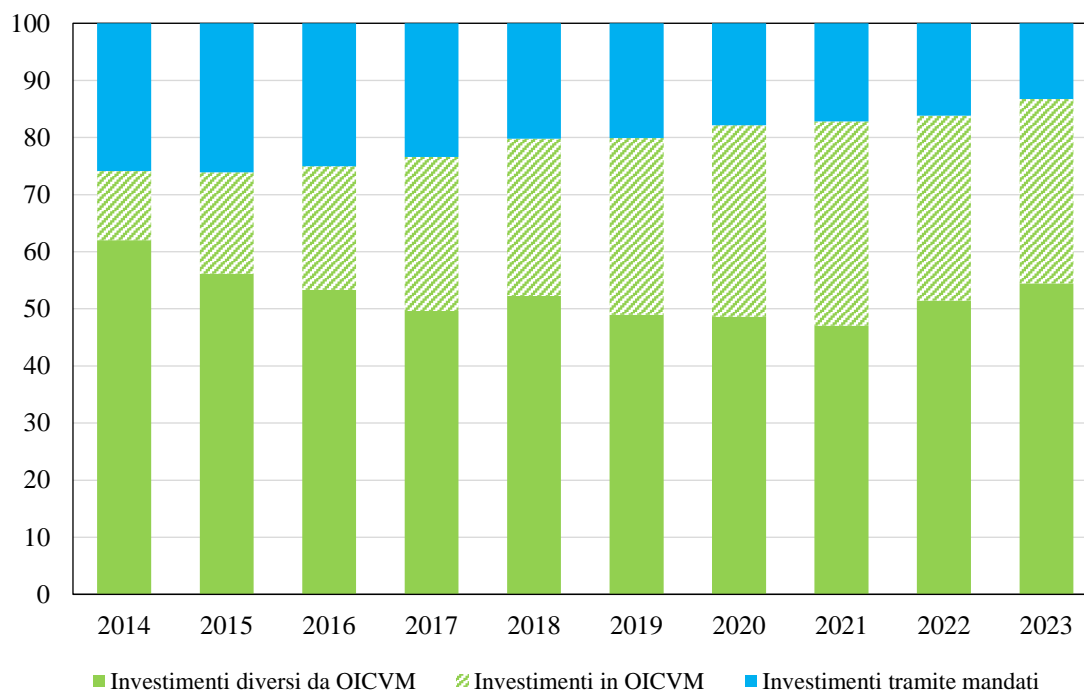
Le attività finanziarie gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a 13,3 miliardi di euro, il 13,3 per cento del totale (16,2 nel 2022). Le attività gestite in convenzione fanno capo a 16 gestori. Il 64,5 per cento delle suddette risorse è appannaggio di 5 gestori con percentuali di *asset under management* tra il 10,3 e il 15,6 per cento; il resto è distribuito tra 11 gestori con percentuali che oscillano tra un minimo dell'1,2 per cento e un massimo del 6,8 per cento delle attività finanziarie.

Con riferimento alla tipologia di intermediari a cui sono affidate le attività finanziarie (*cfr. Tav. 22*), il 37,8 per cento fa capo a intermediari italiani (31,1 nel 2022) – 5 SGR e 4 banche – che gestiscono rispettivamente 8 e 6 mandati (10 e 6 nel 2022). Il restante 62,2 per cento fa capo a 7 intermediari esteri (68,9 nel 2022) che gestiscono complessivamente un pari numero di mandati (due in meno rispetto all'anno precedente). Se si tiene conto della circostanza che taluni degli intermediari residenti in Italia appartengono a gruppi stranieri, la quota gestita dagli operatori esteri sale al 78,7 per cento (in diminuzione di 5,1 punti percentuali rispetto al 2022).

**Casse di previdenza. Ripartizione delle attività finanziarie per tipologia di intermediario***(dati di fine anno; importi in milioni di euro)*

Tipologia di intermediario	Numero intermediari		Numero mandati		Attività finanziarie in gestione			
	2022	2023	2022	2023	2022		2023	
					Importo	%	Importo	%
Imprese italiane								
SGR	6	5	10	8	2.507	17,2	2.675	20,1
Banche	4	4	6	6	2.030	13,9	2.353	17,7
<b>Totale</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>4.537</b>	<b>31,1</b>	<b>5.027</b>	<b>37,8</b>
Imprese di altri paesi	8	7	9	7	10.055	68,9	8.281	62,2
<b>Totale</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>21</b>	<b>14.592</b>	<b>100,0</b>	<b>13.308</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>								
Attività gestite tramite investimenti diversi da OICVM					46.428		54.617	
Attività gestite tramite OICVM					29.211		32.432	
<b>Totale attività finanziarie</b>					<b>90.230</b>		<b>100.357</b>	

Nel corso degli anni il peso della gestione tramite mandati è andato progressivamente riducendosi a vantaggio della gestione effettuata attraverso l'acquisto diretto di quote di OICVM: dopo un'iniziale crescita fino a toccare un massimo del 26,8 per cento delle attività finanziarie per complessivi 84 mandati nel 2013, si è scesi all'attuale 13,3 per cento per un totale di 21 mandati; per contro, la gestione tramite quote di OICVM è passata da un minimo del 12,1 per cento del 2013 all'attuale 32,3 per cento. Per quanto riguarda la gestione tramite investimenti diversi dagli OICVM, dopo una continua discesa fino a toccare il minimo del 47 per cento nel 2021, si è registrata una risalita fino all'attuale 54,4 per cento delle attività finanziarie (*cfr. Tav. 23*).

**Casse di previdenza. Modalità di gestione***(dati di fine anno; valori in percentuale delle attività finanziarie)*

Il ricorso all'investimento in quote di OICVM e, più in generale, di OICR ritrova motivazioni e opportunità specie nel contesto di patrimoni di dimensioni più ridotte, per i quali l'accesso ai benefici della diversificazione mediante la selezione diretta dei titoli può risultare non efficiente in termini di maggiori costi di transazione e di rischi connessi.

Nelle casse di previdenza, tuttavia, l'utilizzo di tali strumenti finanziari è principalmente dovuto a fattori specifici. Da un lato, l'esigenza di alcune casse di cui al Decreto lgs. 509/1994 di rendere più efficiente e flessibile la gestione del cospicuo patrimonio immobiliare conferendolo in uno o più fondi immobiliari. Dall'altro, la progressiva sostanziale assimilazione degli OICVM ai mandati di gestione conferiti a intermediari specializzati (con implicazioni di rilievo anche sotto il profilo degli oneri commissionali sostenuti), ovviando in tal modo a taluni appesantimenti di tipo normativo ai quali sarebbe sottoposto il processo di selezione dei gestori per effetto dell'applicabilità del cosiddetto Codice degli appalti e, al contempo, semplificando i profili amministrativo-contabili. Nell'ambito degli OICVM rientrano anche quelli nei quali la cassa è allo stato l'unico quotista, con l'obiettivo di coniugare gli evidenziati benefici di tali strumenti finanziari con la possibilità di esercitare un maggiore monitoraggio sull'attività di gestione dei portafogli.

Tenuto conto della sostanziale assimilazione degli OICVM ai mandati di gestione nel contesto delle casse, la gestione tramite mandati è stata confrontata con la gestione tramite OICVM e, in più, con la gestione tramite investimenti diversi dagli OICVM (cfr. Tav. 24).

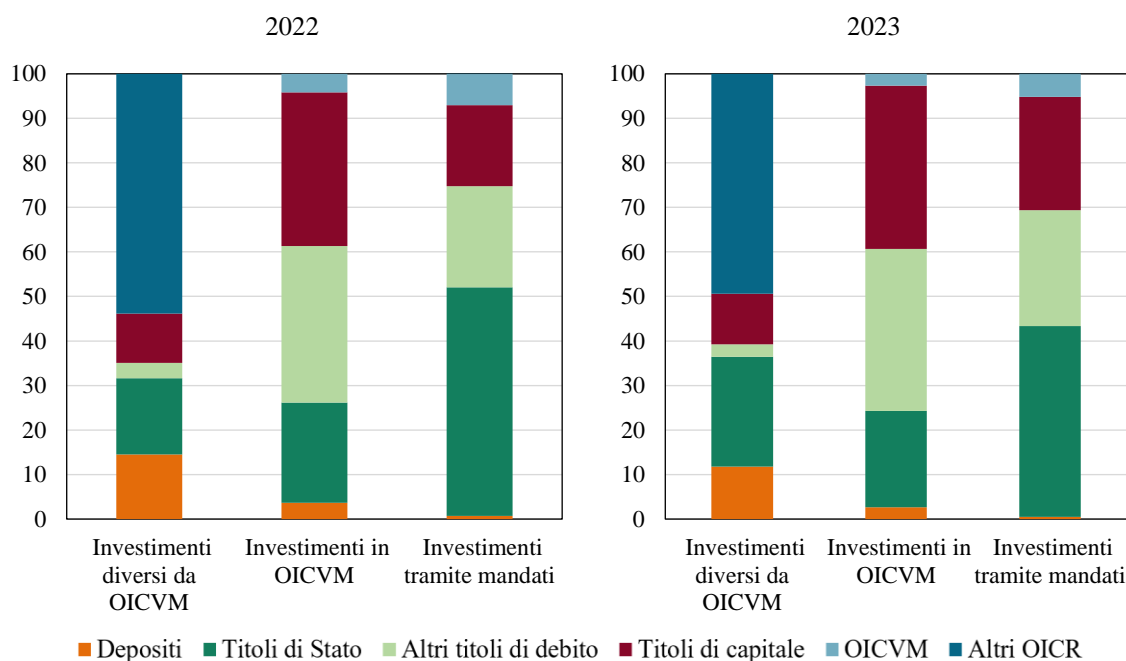
Nella gestione tramite investimenti diversi dagli OICVM, assumono un peso preponderante gli altri OICR con il 49,4 per cento del totale, in calo di quasi quattro punti rispetto al 2022; in decisa crescita i titoli di Stato con il 24,7 per cento del totale, 7,6 punti percentuali in più rispetto al 2022 mentre i titoli di capitale sono l'11,3 per cento (stabili rispetto al 2022).

Dal confronto tra la gestione tramite OICVM e tramite mandati emergono rilevanti differenze. La gestione tramite OICVM registra la prevalenza dei titoli di debito e di capitale emessi da imprese: nel complesso, essi si attestano, rispettivamente, al 36,3 e al 36,7 per cento (35,1 e 34,6 per cento nel 2022); seguono i titoli di Stato con il 21,7 per cento (22,6 nel 2022).

Nella gestione tramite mandati sono, invece, i titoli di Stato la componente maggioritaria con il 42,9 per cento, pur se in sensibile calo rispetto al 51,3 per cento del 2022; per quanto riguarda i titoli emessi da imprese, si attestano al 26 per cento le obbligazioni e al 25,4 per cento le azioni, registrando un aumento, rispettivamente, di 3,3 e 7,2 punti percentuali rispetto al 2022.

**Tav. 24**

**Casse di previdenza. Attività finanziarie per modalità di gestione**  
(dati di fine 2023; importi in milioni di euro)



Per gli OICVM sono riportate le attività sottostanti (c.d. *look through*).

Le casse che si avvalgono di un depositario che contrattualmente svolge funzioni analoghe a quelle di cui all'art. 47 e seguenti del Decreto lgs. 58/1998 sono 8. Le attività finanziarie in deposito ammontano a 45,2 miliardi di euro, pari al 45,1 per cento del totale (46 nel 2022) e comprendono, oltre alle attività finanziarie conferite in gestione a intermediari specializzati, 32,4 miliardi riferiti ad attività finanziarie in gestione diretta di cui ne rappresentano oltre un terzo.



APPENDICE

Tav. a.1

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

(dati di fine 2023; totale attività in milioni di euro)

Denominazione Enti	Iscritti	Pensionati	Totale attività	Tipologia forma gestoria
Cassa nazionale di previdenza e assistenza forense (CF)	236.946	32.206	20.361	509/94
Cassa italiana di previdenza ed assistenza dei geometri liberi professionisti (CIPAG)	68.261	31.003	3.001	509/94
Cassa nazionale del notariato (CNN)	5.005	2.657	1.974	509/94
Cassa nazionale di previdenza e assistenza a favore dei dottori commercialisti (CNPADC)	66.884	11.500	13.181	509/94
Cassa nazionale di previdenza ed assistenza a favore dei ragionieri e periti commerciali (CNPR)	22.900	11.423	2.938	509/94
Ente nazionale di assistenza degli agenti e rappresentanti di commercio (ENASARCO)	197.209	137.012	9.459	509/94
Ente nazionale di previdenza e assistenza a favore dei biologi (ENPAB)	17.322	2.358	1.054	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza per i consulenti del lavoro (ENPACL)	21.484	11.481	1.748	509/94
Ente nazionale di previdenza e di assistenza farmacisti (ENPAF)	95.730	25.780	3.668	509/94
Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione ordinaria e speciale	40.474	-	2.248	509/94
Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione separata agrotecnici	2.449	119	66	103/96
Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura (ENPAIA) - Gestione separata periti agrari	3.135	868	223	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza dei medici e degli odontoiatri (ENPAM)	368.038	163.983	27.932	509/94
Ente nazionale di previdenza e assistenza per gli psicologi (ENPAP)	81.761	6.780	2.666	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza della professione infermieristica (ENPAPI)	48.708	4.625	1.422	103/96
Ente nazionale di previdenza e assistenza dei veterinari (ENPAV)	27.341	9.288	1.217	509/94
Ente di previdenza e assistenza pluricategoriale (EPAP)	29.526	4.241	1.368	103/96
Ente di previdenza dei periti industriali e dei periti industriali laureati (EPPI)	13.174	6.154	2.115	103/96
Fondo nazionale di previdenza per i lavoratori delle imprese di spedizione corrieri e delle agenzie marittime raccomandatarie e mediatori marittimi (FASC)	44.158	-	1.034	509/94
Cassa nazionale di previdenza e assistenza per gli ingegneri ed architetti liberi professionisti (INARCASSA)	157.665	45.552	15.081	509/94
Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti italiani "Giovanni Amendola" (INPGI)	44.161	1.828	929	103/96
Opera nazionale assistenza orfani sanitari italiani (ONAOISI)	151.738	-	370	509/94
<b>Totale</b>	<b>1.744.069</b>	<b>508.858</b>	<b>114.055</b>	

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

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

**Tav. a.2**

**Casse di previdenza. Forme gestorie ai sensi del Decreto lgs 509/1994 e 103/1996 -**  
**Composizione delle attività a valori di mercato**  
*(dati di fine 2023; totale attività in milioni di euro)*

	509/1994		103/1996	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità	5.858	5,6	641	6,5
Titoli di Stato	17.379	16,7	1.807	18,4
Altri titoli di debito	4.807	4,6	170	1,7
- quotati	4.456	4,3	165	1,7
- non quotati	351	0,3	5	0,1
Titoli di capitale	9.287	8,9	294	3,0
- quotati	7.102	6,8	58	0,6
- non quotati	2.185	2,1	237	2,4
OICVM	29.185	28,0	3.929	39,9
- di cui: titoli di debito	16.866	16,2	2.170	22,1
- di cui: titoli di capitale	10.470	10,0	1.556	15,8
Altri OICR	25.386	24,4	1.613	16,4
- di cui: fondi immobiliari	14.781	14,2	856	8,7
- di cui: fondi di private equity	4.300	4,1	236	2,4
- di cui: fondi di private debt	1.537	1,5	64	0,6
- di cui: fondi infrastrutturali	3.331	3,2	304	3,1
Immobili	2.530	2,4	72	0,7
Partecipazione in società immobiliari	572	0,5	-	-
Polizze assicurative	406	0,4	133	1,4
Altre attività	8.802	8,4	1.182	12,0
- di cui: crediti contributivi	7.640	7,3	1.134	11,5
<b>Totale</b>	<b>104.213</b>	<b>100,0</b>	<b>9.842</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>				
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>17.884</b>	<b>17,2</b>	<b>928</b>	<b>9,4</b>
- immobili	2.530	2,4	72	0,7
- fondi immobiliari	14.781	14,2	856	8,7
- partecipazioni in società immobiliari	572	0,5	-	-
<b>Investimenti obbligazionari</b>	<b>39.052</b>	<b>37,5</b>	<b>4.147</b>	<b>42,1</b>
- titoli di Stato	17.379	16,7	1.807	18,4
- altri titoli di debito	4.807	4,6	170	1,7
- titoli di debito sottostanti gli OICVM	16.866	16,2	2.170	22,1
<b>Investimenti azionari</b>	<b>19.757</b>	<b>19,0</b>	<b>1.850</b>	<b>18,8</b>
- titoli di capitale	9.287	8,9	294	3,0
- titoli di capitale sottostanti gli OICVM	10.470	10,0	1.556	15,8

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.