

**Settimo Report Annuale**

# Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2019

*A cura del Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali*





## Settimo Report Annuale

# Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2019

*A cura del Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali*

### **Il Report è stato redatto da:**

Alberto Brambilla, Alessandro Bugli, Michaela Camilleri, Leo Campagna, Francesca Colombo, Edgardo Da Re, Niccolò De Rossi, Pietro De Rossi, Giovanni Gaboardi, Giovanni Gazzoli, Andrea Girardelli, Paolo Novati, Tiziana Tafaro

**Il capitolo dedicato alle Compagnie di Assicurazione è stato realizzato in collaborazione con ANIA**

**La redazione del presente Report nella versione italiana e inglese è stata possibile grazie al sostegno di BANCO BPM, Groupama Asset Management Sgr S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Quadrivio Group, UniCredit**



## Indice generale

|  |    |
|--|----|
| <b>Indice</b> .....  | V  |
| <b>Introduzione</b> .....  | 7  |
| <b>1. Il quadro generale di sistema</b> .....  | 8  |
| 1.1 <i>Focus</i> sugli investimenti sostenibili degli investitori istituzionali italiani – II edizione... ..         | 15 |
| <b>2. Le Compagnie di Assicurazione</b> .....  | 25 |
| <b>3. I Fondi Pensione Aperti (FPA): iscritti, patrimoni e gestori</b> .....   | 31 |
| <b>4. I Piani Individuali Pensionistici (PIP): iscritti, patrimoni e gestori</b> .....                               | 34 |
| <b>5. I Fondi Pensione Negoziali (FPN): attività, iscritti, patrimoni e gestori</b> .....                            | 37 |
| <b>6. I Fondi Pensione Preesistenti (FPP): attività, iscritti, patrimoni e gestori</b> .....                         | 47 |
| 6.1 Le caratteristiche generali.....   | 47 |
| 6.2 La gestione delle risorse .....  | 52 |
| <b>7. Le Fondazioni di origine Bancaria: attività, partecipazioni, patrimoni e gestori</b> .....                     | 61 |
| <b>8. Le Casse privatizzate dei Liberi Professionisti: attività, iscritti, pensionati, patrimoni e gestori</b> ..... | 70 |
| <b>9. I Fondi e le Casse di Assistenza Sanitaria Integrativa</b> .....   | 82 |
| <b>Nota metodologica</b> .....   | 88 |

Tramite l'area riservata del sito di Itinerari Previdenziali ([www.itinerariprevidenziali.it](http://www.itinerariprevidenziali.it)), disponibile in abbonamento, è possibile accedere al database con tutti i dati relativi agli investimenti di ogni singolo investitore istituzionale suddivisi per *asset class*, ai numeri e alle classifiche relative agli investitori istituzionali, alle fabbriche prodotte e alle diverse tipologie di investimenti con gli AUM, il numero di mandati, le quote di mercato e le masse gestite; tra le elaborazioni che si possono ottenere attraverso il database, a titolo di esempio, ci sono le seguenti:

- Elenco dei gestori per singolo Fondo Negoziale
- Elenco dei fondi negoziali per mandati conferiti
- Elenco dei gestori per singolo Fondo Preesistente
- Elenco dei fondi preesistenti per mandati conferiti
- Elenco dei gestori per singola Cassa
- Elenco delle Casse dei Liberi Professionisti per mandati conferiti
- Classifiche complete dei gestori con mandato
- Classifiche complete dei gestori per OICR, FIA, ETF
- Classifiche complete degli investitori istituzionali per numero di iscritti e per patrimonio
- Elenco dei fornitori di servizi (*advisor* finanziari, banche depositarie, *service* amministrativi)
- Composizione del patrimonio per singolo investitore

Sul sito web Itinerari Previdenziali è inoltre disponibile il "**Comparatore dei Fondi**", uno strumento importante, aggiornato mensilmente, per conoscere le diverse tipologie di fondi, valutarne i rendimenti ottenuti, la volatilità (in parole semplici la regolarità dei risultati ottenuti), i profili di rischio, i costi e le notizie utili confrontando prospetti, regolamenti e note informative (aggiornati periodicamente). Uno strumento che rappresenta un unicum in Italia dal momento che consente di mettere a confronto le diverse linee di investimento di **Fondi Pensione Aperti** (FPA), **Fondi Pensione Negoziati** (FPN) e **Piani Individuali di Previdenza** (PIP) in termini di rendimenti, volatilità, costi e altre informazioni utili.

È infine liberamente consultabile sul blog d'informazione curato dal Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali, ilPunto-Pensioni&Lavoro ([www.ilpuntopensionielavoro.it](http://www.ilpuntopensionielavoro.it)), la sezione "**Cambi e Bandi**": uno spazio dedicato a bandi, esiti di gara, investimenti, avvicendamenti e nomine, pensato per offrire a tutti gli operatori del settore aggiornamenti costanti su evoluzioni e trend del mercato degli investitori istituzionali italiani.

## Introduzione

Gli *investitori istituzionali* del nostro Paese si possono suddividere nei seguenti livelli: i *sistemi contrattualistici* complementari di secondo pilastro cui appartengono i *Fondi Pensione Negoziali (FPN)*, i *Fondi Pensione Preesistenti (FPP)*, le *Casse e i Fondi di assistenza sanitaria integrativa*; i *sistemi privatistici* con i Fondi Pensione Aperti, i PIP e le Assicurazioni<sup>1</sup>; le *Casse di Previdenza Professionali* che svolgono la funzione previdenziale di primo pilastro e le *Fondazioni di origine Bancaria*, che operano nel *welfare* territoriale e di prossimità.

Il presente **Report**, giunto alla settima edizione, si pone l'obiettivo di fornire un quadro quantitativo sul numero di questi operatori, sugli aderenti attivi e pensionati per i fondi pensione e le casse previdenziali, sulla dimensione patrimoniale, sulla composizione e diversificazione dei patrimoni e sui soggetti, gestori e fabbriche prodotto ai quali questi patrimoni sono affidati in gestione<sup>2</sup>. Fornisce, inoltre, un'analisi degli investimenti in economia reale domestica per ogni tipologia di investitore. Dalla rilevazione si ricavano una serie di dati e classifiche per iscritti, per dimensioni patrimoniali e per gestori in base agli AUM, che consentono a tutti di disporre in modo semplice di una serie di informazioni di dettaglio spesso non disponibili in modo aggregato. I dati esposti nel presente Report sono rilevati dai bilanci d'esercizio e dalle note informative di questi Enti. Alcuni dati di dettaglio non ricavabili dai documenti ufficiali vengono forniti direttamente dagli Enti su specifica richiesta del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali.

Prosegue anche nella settima edizione l'analisi delle strategie di sostenibilità e dell'integrazione dei criteri ESG nel portafoglio dei principali investitori istituzionali italiani. Il *focus* fornisce una visione d'insieme delle scelte attuali e delle prospettive future in tema di investimenti sostenibili e responsabili da parte di Fondi Pensione Negoziali e Preesistenti, Casse di Previdenza e Fondazioni di origine Bancaria.

---

<sup>1</sup> Le Compagnie di Assicurazione vengono analizzate limitatamente al Comparto Vita e in particolare per i Rami di Classe C, 1°, 4° e 5°; queste tipologie di assicurazioni rientrano a tutti gli effetti nei sistemi di protezione sociale di natura privatistica a volte quale completamento delle protezioni pubbliche e complementari esistenti e a volte addirittura come unica protezione a disposizione di alcune categorie di lavoratori e famiglie. Per questa funzione le Assicurazioni rientrano a tutti gli effetti nel novero degli Investitori Istituzionali.

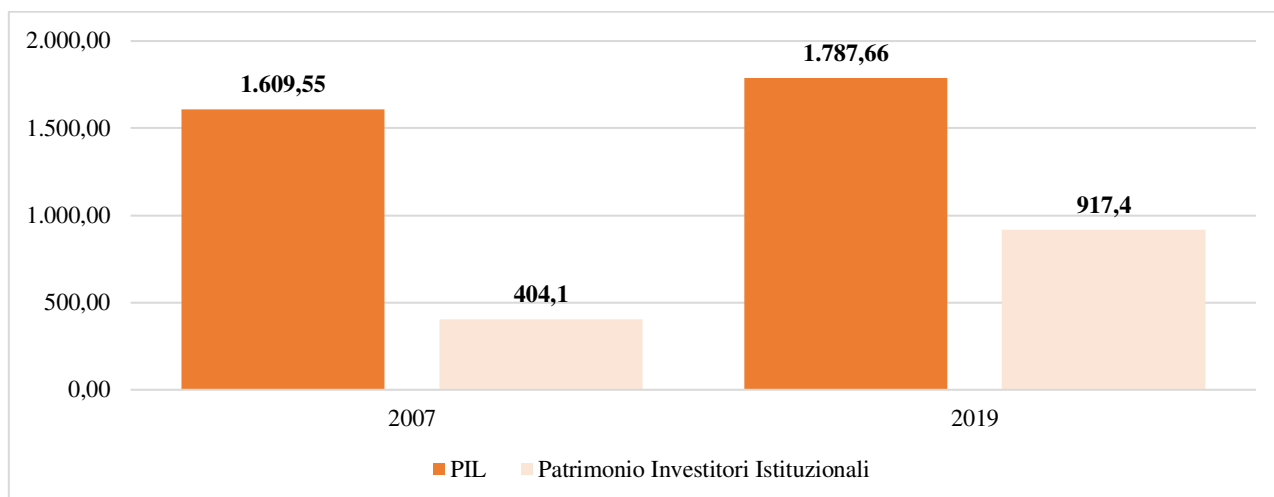
<sup>2</sup> Nelle **classifiche dei gestori** non sono incluse le risorse dei Fondi Aperti e dei PIP gestite normalmente dalle stesse società istitutrici (Sgr, Banche e Assicurazioni) e investite prevalentemente in strumenti finanziari, titoli polizze e OICR della casa; sono invece inserite le risorse affidate da questi soggetti a gestori terzi. Non sono incluse le risorse delle Compagnie di Assicurazione.

## 1. Il quadro generale di sistema

In questi ultimi 13 anni, nonostante le ricorrenti crisi finanziarie che hanno caratterizzato i mercati dal 2008 al 2019, **il patrimonio degli Investitori Istituzionali** che operano nel *welfare* contrattuale (fondi pensione negoziali, preesistenti e fondi sanitari integrativi), le Casse Privatizzate e le Fondazioni di origine Bancaria, è aumentato dai 142,85 miliardi di euro del 2007 ai **260,68 miliardi** di euro del 2019, con un incremento dell'82,5%.

Tranne che per i fondi sanitari, ancora nel “limbo” legislativo e senza neppure una vigilanza nonostante l'alto numero di iscritti, in questo periodo si è assistito, da un lato, a un aumento del patrimonio e, dall'altro, a una progressiva riduzione del numero di operatori, soprattutto di piccole dimensioni che si sono fusi in soggetti più grandi e organizzati; è il caso dei fondi preesistenti dei gruppi bancari e dei fondi negoziali dei settori trasporti e cooperazione, ma ultimamente la riduzione riguarda anche le Fondazioni di origine Bancaria. In percentuale del PIL<sup>3</sup> il patrimonio di questi investitori istituzionali è pari al **14,6%**; considerando anche il patrimonio del *welfare* privato (Compagnie di Assicurazione del settore vita, rami 1, 4 e 6, prevalentemente di natura previdenziale, fondi aperti e PIP), tale rapporto aumenta al **51,3%** (*figura 1.1*).

**Figura 1.1 - Il patrimonio degli investitori istituzionali in rapporto al PIL**



Tuttavia, per quanto riguarda la **previdenza complementare**, secondo gli ultimi dati OCSE<sup>4</sup> il nostro Paese per **patrimonio dei fondi pensione** si classifica al **14° posto** su 36 Paesi, molto vicino a Israele, subito dopo la Germania e prima del Cile, preceduto dagli inarrivabili USA (27.549 miliardi di dollari), UK (2.809), Canada (2.524), Australia (1.921), Olanda (1.536), Giappone, Svizzera, Danimarca, Svezia, Corea; ma nella classifica che comprende anche le maggiori economie non OCSE, l'Italia risulta al **17° posto** (su 44) dopo Brasile (449 miliardi), Sudafrica (302,97) e Cina (215,5); siamo lontani dal GPFG (*Government Pension Fund Global*) della Norvegia che, da solo, ha un patrimonio di 850 miliardi di euro, ma con oltre 176 miliardi di patrimonio i nostri fondi pensione iniziano ad avere una buona capitalizzazione e ad essere un mercato interessante con flussi annuali consistenti pari a circa un punto di PIL. Se consideriamo anche gli altri investitori istituzionali, Casse, Fondi Sanitari integrativi e Fondazioni di origine Bancaria, miglioriamo di un posto la classifica

<sup>3</sup> PIL 2019 è pari a 1.787,7 miliardi di €.

<sup>4</sup> *Pension at a glance* 2019, cambio €/€ al 31/12/2019 a 1,1234.



OCSE e non OCSE per patrimonializzazione dei nostri Investitori Istituzionali, restando alle spalle della Cina che però ha un mercato totalmente dipendente dal partito.

**I numeri degli operatori** - Nel 2019 sono operativi **374 Investitori Istituzionali**, nella forma giuridica delle Associazioni e Fondazioni, rispetto ai 392 dell'anno precedente, in diminuzione di 18 unità, 74 in meno sul 2015, 5 anni fa (*tabella 1.1*). In dettaglio si tratta di **86** Fondazioni di origine Bancaria, **20** Casse Professionali Privatizzate<sup>5</sup>, 33 fondi Negoziali, 235 Fondi Preesistenti (erano 304 nel 2015). A questi si aggiungono le Casse e i Fondi di Assistenza Sanitaria Integrativa che sulla base delle nostre ultime stime sono stabili a **322**, un numero eccessivamente elevato per il sistema Italia se si considera che i primi 40 Fondi rappresentano oltre l'80% del totale di sistema. Rispetto allo scorso anno la maggiore riduzione si registra tra i fondi preesistenti (-16 fondi) in virtù di accorpamenti e fusioni; le Fondazioni si riducono di 2 unità mentre rimane uguale il numero dei fondi negoziali.

Nel settore privato, oltre alle Compagnie di Assicurazione che gestiscono un elevato numero di tariffe e di "gestioni separate", operano i Fondi Pensione Aperti e i PIP che assommano a 111 unità anch'essi in calo negli ultimi anni; erano 113 lo scorso anno e 128 nel 2015; peraltro dei 70 PIP, quasi il 40% sono chiusi al collocamento.

**Tabella 1.1 - L'evoluzione della platea di investitori istituzionali italiani \***

|  | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2010-2019   |              | 2018-2019  |             |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|------------|-------------|
|  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            | var. ass.   | var. %       | var. ass.  | var. %      |
| Fondazioni bancarie                      | 88         | 88         | 88         | 88         | 88         | 88         | 88         | 88         | 88         | 88         | 88         | 88         | 86         | -2          | -2,3         | -2         | -2,3        |
| Casse Privatizzate (1)                   | 20         | 20         | 20         | 20         | 20         | 20         | 20         | 20         | 20         | 20         | 20         | 20         | 20         | 0           | 0,0          | 0          | 0,0         |
| Fondi Preesistenti                       | 433        | 411        | 391        | 375        | 363        | 361        | 330        | 323        | 304        | 294        | 259        | 251        | 235        | -140        | -37,3        | -16        | -6,4        |
| Fondi Negoziali                          | 42         | 41         | 39         | 38         | 38         | 39         | 39         | 38         | 36         | 36         | 35         | 33         | 33         | -5          | -13,2        | 0          | 0,0         |
| Enti di assistenza sanitaria integrativa | -          | -          | -          | 255        | 265        | 276        | 290        | 300        | 305        | 322        | 311        | 320        | 322        | 67          | 26,3         | 2          | 0,6         |
| Fondi Aperti                             | 81         | 81         | 76         | 69         | 67         | 59         | 58         | 56         | 50         | 43         | 43         | 43         | 41         | -28         | -40,6        | -2         | -4,7        |
| PIP "Nuovi"                              | 72         | 75         | 75         | 76         | 76         | 76         | 81         | 78         | 78         | 78         | 77         | 70         | 70         | -6          | -7,9         | 0          | 0,0         |
| <b>Totale</b>                            | <b>736</b> | <b>716</b> | <b>689</b> | <b>921</b> | <b>917</b> | <b>919</b> | <b>906</b> | <b>903</b> | <b>881</b> | <b>881</b> | <b>833</b> | <b>825</b> | <b>807</b> | <b>-114</b> | <b>-12,4</b> | <b>-18</b> | <b>-2,2</b> |

(1) Le casse privatizzate sono 20 includendo Onaosi che però non è analizzata nel presente Report ma le gestioni, comprese le due gestite da Enpaia e Inpgi 2, sono 23;

\* La tabella non comprende i dati riferiti alle compagnie di assicurazione (polizze vita di classe C - ramo I, IV e V) e ai Pip "vecchi"

Il numero dei fondi sanitari per il 2019, in mancanza di dati ufficiali, è stimato sulla base degli andamenti degli anni precedenti

**Il patrimonio** - Gli Investitori Istituzionali operanti nel *welfare* contrattuale (Fondi negoziali, Preesistenti e Casse sanitarie), in quello delle libere professioni (Casse Privatizzate) e nel *welfare* di prossimità o territoriale (Fondazioni di origine Bancaria) evidenziano per il 2019 un patrimonio che ammonta a **260,68 miliardi di euro**, con un incremento annuale di 17,38 miliardi (+7,14% rispetto all'anno precedente), dei quali 95 sono affidati a gestori professionali tramite mandati (112 nel 2018) e circa 86 (erano 52,9 miliardi l'anno precedente) investiti direttamente in OICR, FIA, ETF e polizze (*tabella 1.2*); in totale tra diretti e indiretti 181 miliardi contro i 164,9 del 2018. L'affidamento diretto o indiretto agli strumenti di gestione riguarda il 75% circa del patrimonio totale analizzato nel presente Report (241 miliardi tra fondi negoziali, preesistenti, fondazioni e casse privatizzate), in crescita rispetto agli anni precedenti. Questa percentuale è calcolata sul patrimonio totale dei fondi negoziali e delle Casse e sul nostro campione di analisi che per i fondi preesistenti vale il 90% del totale e per le Fondazioni circa l'85%. Il 2019 ha, dunque, mostrato una contrazione delle risorse affidate esternamente a gestori professionali tramite mandati; tale evidenza riflette la propensione,

<sup>5</sup> È esclusa dalla presente analisi Onaosi, l'Ente per l'assistenza degli Orfani; le gestioni sono in realtà 23 considerando la gestione separata INPGI 2, gestita da INPGI e quelle dei Periti Agrari e Agrotecnici entrambe gestite da Enpaia.

ascrivibile in particolar modo a Casse di Previdenza e Fondazioni di origine Bancaria, a ricorrere all'utilizzo di piattaforme e Sicav personalizzate, utilizzando così un unico strumento per agevolare monitoraggio e, in taluni casi, contenere i relativi costi di gestione. Nel caso delle Casse Privatizzate si rileva la tendenza a prediligere questa forma di investimento soprattutto per la componente di attivo liquido, continuando invece a preferire la forma di investimento diretto per la parte illiquida e alternative del proprio attivo.

A questi Investitori si aggiungono i soggetti operanti nel *welfare* cosiddetto privato e cioè i **Fondi Pensione Aperti** (FPA), i **Piani di Previdenza Individuali** (PIP) e le **Compagnie di Assicurazione** relativamente al ramo vita (*vedasi capitolo 2*); in totale il patrimonio di questi soggetti ammonta a 656,67 miliardi con un incremento di 38,27 miliardi di euro rispetto ai 618,4 del 2018; crescono di 30 miliardi le Compagnie di Assicurazione (+ 5,35%), di 4,78 miliardi i PIP (+ 15,57%) e di 3,22 miliardi i fondi aperti (+ 16,4%).

Sommando il *welfare* contrattuale e le Casse e Fondazioni al *welfare* privato, il patrimonio totale raggiunge i **917,36** miliardi di euro, rispetto agli 861,6 del 2018, con un incremento del 6,47% pari a 55,76 miliardi (3,12 punti di PIL) e risulta pari al 51,3% *del PIL* nazionale. Negli anni il patrimonio degli Investitori Istituzionali è continuamente aumentato e rispetto ai **404,11 miliardi** di euro del 2007, in 13 anni, nonostante tutte le crisi anche nazionali, è più che raddoppiato, aumentando nel complesso del 127%.

**Tabella 1.2 - L'evoluzione del patrimonio degli investitori istituzionali (dati in miliardi di euro)**

| Anno<br>Inv. Istituzionali                             | 2007          | 2008          | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Fondazioni bancarie                                    | 57,55         | 58,48         | 58,66         | 59,50         | 52,81         | 51,00         | 49,25         | 48,60         | 48,56         | 46,35         | 46,10         | 45,70         | 46,99         |
| Casse Privatizzate (1)                                 | 37,60         | 40,60         | 44,10         | 47,70         | 51,50         | 55,90         | 60,80         | 65,50         | 69,94         | 74,21         | 78,74         | 82,99         | 88,55         |
| Fondi Preesistenti                                     | 36,10         | 35,90         | 39,80         | 42,00         | 43,90         | 47,97         | 50,40         | 54,03         | 55,30         | 57,54         | 58,99         | 59,70         | 63,51         |
| Fondi Negoziati  | 11,60         | 14,10         | 18,80         | 22,40         | 25,30         | 30,17         | 34,50         | 39,64         | 42,55         | 45,93         | 49,46         | 50,41         | 56,14         |
| Assistenza sanitaria integrativa (*)                   | <i>n.d.</i>   | <i>n.d.</i>   | <i>n.d.</i>   | 2,42          | 2,61          | 2,87          | 3,17          | 3,24          | 3,45          | 3,59          | 3,96          | <b>4,50</b>   | <b>5,50</b>   |
| <b>Totale welfare contrattuale, Casse e Fondazioni</b> | <b>142,85</b> | <b>149,08</b> | <b>161,36</b> | <b>174,02</b> | <b>176,12</b> | <b>187,91</b> | <b>198,12</b> | <b>211,01</b> | <b>219,80</b> | <b>227,62</b> | <b>237,25</b> | <b>243,30</b> | <b>260,68</b> |
| Fondi Aperti***  | 4,29          | 4,66          | 6,27          | 7,53          | 8,36          | 10,08         | 11,99         | 13,98         | 15,43         | 17,09         | 19,15         | 19,62         | 22,84         |
| PIP "Nuovi"  | 1,02          | 1,95          | 3,39          | 5,22          | 7,19          | 9,81          | 13,01         | 16,36         | 20,06         | 23,71         | 27,64         | 30,70         | 35,48         |
| Pip "Vecchi"   | 4,77          | 4,66          | 5,56          | 5,98          | 5,99          | 6,27          | 6,50          | 6,85          | 6,78          | 6,93          | 6,98          | 6,63          | 7,06          |
| Compagnie di assicurazione**                           | 251,19        | 241,23        | 293,62        | 330,43        | 338,44        | 353,73        | 387,09        | 441,09        | 480,16        | 517,33        | 539,40        | 561,42        | 591,29        |
| <b>Totale welfare privato</b>                          | <b>261,27</b> | <b>252,50</b> | <b>308,84</b> | <b>349,16</b> | <b>359,98</b> | <b>379,90</b> | <b>418,59</b> | <b>478,28</b> | <b>522,43</b> | <b>565,06</b> | <b>593,17</b> | <b>618,37</b> | <b>656,67</b> |
| <b>Totale generale</b>                                 | <b>404,11</b> | <b>401,57</b> | <b>470,20</b> | <b>523,18</b> | <b>536,09</b> | <b>567,81</b> | <b>616,71</b> | <b>689,29</b> | <b>742,23</b> | <b>792,67</b> | <b>830,42</b> | <b>861,67</b> | <b>917,36</b> |

FONTE UTILIZZATE: COVIP, Ministero della Salute, Ania, Acri, Ivass. (1) Il totale attivo riferito al 2018 è stato aggiornato sulla base del bilancio ENPAPI 2018 reso disponibile quest'anno (\*) Stime Itinerari Previdenziali su dati Ministero della Salute e da rilevazione bilanci; (\*\*) Dati relativi al ramo vita Classe C, rami elementari I, IV, V; (Fonte Ania, IVASS)

(\*\*\*) I fondi aperti includono le adesioni individuali e le collettive; Nota Con il termine patrimonio ci si riferisce al totale degli attivi di bilancio per le Fondazioni Bancarie e le Casse Privatizzate dei liberi professionisti; all'ANDP per i fondi pensione.

Anche le Fondazioni di origine Bancaria hanno fatto registrare, dopo tre anni di modeste riduzioni, un aumento del patrimonio, riportandosi sopra i valori del 2016; ciò, nonostante le difficoltà di mercato che hanno penalizzato il valore delle azioni della banca conferitaria e le erogazioni che, anche in presenza di crisi economiche e dei mercati borsistici, non si sono ridotte, con grande beneficio per i territori.

**I flussi** - Nel 2019, per quanto concerne il *welfare* contrattuale, Casse e Fondazioni, il flusso di nuove entrate tra proventi patrimoniali, contribuzioni (al netto delle prestazioni) e dividendi (*tabella 1.3*), è ammontato a 17,39 miliardi, il miglior risultato in valore assoluto dall'inizio della rilevazione e il terzo in percentuale. Sopra i 5 miliardi l'incremento fatto segnare dai Fondi Negoziali e dalle Casse Privatizzate, buona la variazione dei fondi preesistenti con 3,8 miliardi e di 1,29 miliardi l'incremento registrato dalle Fondazioni Bancarie.

**Tabella 1.3 - Le variazioni del patrimonio degli investitori istituzionali dal 2007 al 2019  
(variazioni in % e valori assoluti in miliardi di euro)**

|  | Var 2007-2008 |             | Var 2008-2009 |             | Var 2009-2010 |             | Var 2010-2011 |            | Var 2011-2012 |             | Var 2012-2013 |             | Var 2013-2014 |             | Var 2014-2015 |             | Var 2015-2016 |             | Var 2016-2017 |             | Var 2017-2018 |              | Var 2018-2019 |              |
|--|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
|  | Var %         | Var ass.    | Var %         | Var ass.    | Var %         | Var ass.    | Var %         | Var ass.   | Var %         | Var ass.    | Var %         | Var ass.    | Var %         | Var ass.    | Var %         | Var ass.    | Var %         | Var ass.    | Var %         | Var ass.    | Var %         | Var ass.     | Var %         | Var ass.     |
| Fondazioni bancarie  | 1,62%         | 0,93        | 0,32%         | 0,19        | 1,43%         | 0,84        | -11,26%       | -6,7       | -3,41%        | -1,8        | -3,43%        | -1,75       | -1,33%        | -0,65       | -0,08%        | -0,04       | -4,56%        | -2,21       | -0,54%        | -0,25       | -0,87%        | -0,4         | 2,81%         | 1,29         |
| Casse Privatizzate   | 7,98%         | 3           | 8,62%         | 3,5         | 8,16%         | 3,6         | 7,97%         | 3,8        | 8,54%         | 4,4         | 8,77%         | 4,9         | 7,73%         | 4,7         | 6,78%         | 4,44        | 6,11%         | 4,27        | 6,10%         | 4,53        | 5,40%         | 4,25         | 6,70%         | 5,56         |
| Fondi Preesistenti   | -0,55%        | -0,2        | 10,86%        | 3,9         | 5,53%         | 2,2         | 4,52%         | 1,9        | 9,27%         | 4,07        | 5,07%         | 2,43        | 7,20%         | 3,63        | 2,35%         | 1,27        | 4,05%         | 2,24        | 2,52%         | 1,45        | 1,20%         | 0,709        | 6,39%         | 3,81         |
| Fondi Negoziali  | 21,55%        | 2,5         | 33,33%        | 4,7         | 19,15%        | 3,6         | 12,95%        | 2,9        | 19,26%        | 4,87        | 14,34%        | 4,33        | 14,90%        | 5,14        | 7,34%         | 2,91        | 7,95%         | 3,38        | 7,69%         | 3,53        | 1,92%         | 0,95         | 11,36%        | 5,73         |
| Forme di assistenza sanitaria integrativa*                 | n.d.          | n.d.        | n.d.          | n.d.        | n.d.          | n.d.        | 8,07%         | 0,2        | 9,77%         | 0,26        | 10,40%        | 0,3         | 2,37%         | 0,08        | 6,48%         | 0,21        | 4,00%         | 0,14        | 10,20%        | 0,37        | 13,75%        | 0,544        | 22,22%        | 1,00         |
| <b>Tot. welfare contrattuale, Casse Priv. e Fondazioni</b> | <b>4,36%</b>  | <b>6,23</b> | <b>8,24%</b>  | <b>12,3</b> | <b>7,84%</b>  | <b>12,7</b> | <b>1,21%</b>  | <b>2,1</b> | <b>6,70%</b>  | <b>11,8</b> | <b>5,43%</b>  | <b>10,2</b> | <b>6,51%</b>  | <b>12,9</b> | <b>4,17%</b>  | <b>8,79</b> | <b>3,56%</b>  | <b>7,81</b> | <b>4,20%</b>  | <b>9,58</b> | <b>2,55%</b>  | <b>6,053</b> | <b>7,15%</b>  | <b>17,39</b> |
| Fondi Aperti***  | 8,62%         | 0,37        | 34,55%        | 1,61        | 20,10%        | 1,26        | 11,02%        | 0,8        | 20,50%        | 1,72        | 18,90%        | 1,91        | 16,60%        | 1,99        | 10,30%        | 1,45        | 10,70%        | 1,66        | 12,05%        | 2,06        | 2,48%         | 0,474        | 16,41%        | 3,22         |
| PIP "Nuovi"  | 91,18%        | 0,93        | 73,85%        | 1,44        | 53,98%        | 1,83        | 37,74%        | 2          | 36,48%        | 2,62        | 32,58%        | 3,2         | 25,75%        | 3,35        | 22,62%        | 3,7         | 18,20%        | 3,65        | 16,58%        | 3,93        | 11,09%        | 3,064        | 15,55%        | 4,77         |
| Pip "Vecchi"   | -2,31%        | -0,1        | 19,31%        | 0,9         | 7,55%         | 0,42        | 0,17%         | 0          | 4,72%         | 0,28        | 3,62%         | 0,23        | 5,38%         | 0,35        | -1,02%        | -0,07       | 2,23%         | 0,15        | 0,72%         | 0,05        | -5,07%        | -0,354       | 6,61%         | 0,44         |
| Compagnie di assicurazione**                               | -3,97%        | -10         | 21,72%        | 52,4        | 12,54%        | 36,8        | 2,42%         | 8          | 4,52%         | 15,3        | 9,43%         | 33,4        | 13,95%        | 54          | 8,86%         | 39,1        | 7,74%         | 37,2        | 4,27%         | 22,1        | 4,08%         | 22,02        | 5,32%         | 29,87        |
| <b>Totale welfare privato</b>                              | <b>-3,36%</b> | <b>-8,8</b> | <b>22,31%</b> | <b>56,3</b> | <b>13,06%</b> | <b>40,3</b> | <b>3,10%</b>  | <b>11</b>  | <b>5,53%</b>  | <b>19,9</b> | <b>10,10%</b> | <b>38,7</b> | <b>14,26%</b> | <b>59,7</b> | <b>9,23%</b>  | <b>44,2</b> | <b>8,16%</b>  | <b>42,6</b> | <b>4,97%</b>  | <b>28,1</b> | <b>4,25%</b>  | <b>25,2</b>  | <b>6,19%</b>  | <b>38,3</b>  |
| <b>Totale generale</b>                                     | <b>-0,63%</b> | <b>-2,5</b> | <b>17,09%</b> | <b>68,6</b> | <b>11,27%</b> | <b>53</b>   | <b>2,47%</b>  | <b>13</b>  | <b>5,92%</b>  | <b>31,7</b> | <b>8,61%</b>  | <b>48,9</b> | <b>11,77%</b> | <b>72,6</b> | <b>7,68%</b>  | <b>52,9</b> | <b>6,80%</b>  | <b>50,4</b> | <b>4,76%</b>  | <b>37,8</b> | <b>3,76%</b>  | <b>31,26</b> | <b>6,46%</b>  | <b>55,69</b> |

In termini di nuove risorse da reinvestire, è importante segnalare che a questi flussi vanno aggiunti gli asset in scadenza che per gli investitori in esame si possono stimare in circa 20 miliardi. Anche il *welfare* privato ha evidenziato un robusto incremento di 38,3 miliardi con buone performance, come abbiamo visto più sopra, per le Compagnie di Assicurazione, PIP e Fondi Aperti.

L'incremento totale di sistema per il 2019 si attesta a ben **55,69 miliardi**, un dato di tutto rispetto per il mercato e di molto superiore al risultato del 2018, pari a **31,25 miliardi**; un risultato ottenuto anche grazie all'andamento positivo dei mercati finanziari, che hanno positivamente influito sulle performance complessive degli investitori istituzionali aumentandone la crescita patrimoniale.

**Iscritti** - Oltre al patrimonio, per valutare i flussi contributivi in prospettiva futura è importante il monitoraggio degli iscritti e aderenti alle varie tipologie di *welfare complementare*: la somma di iscritti ai fondi pensione è pari a **8.263.593** anche se, come opportunamente fa rilevare la COVIP, le posizioni in essere, cioè il numero di rapporti aperti con fondi pensione, ammonta a oltre 9 milioni (duplicazioni relative a lavoratori iscritti contemporaneamente a più forme), con un aumento rispetto al 2018 (erano 7.946.215) di 317.378 unità rispetto alle oltre 400mila del 2017. Nel dettaglio, come vedremo nei successivi capitoli, gli aderenti ai fondi aperti sono 1.515.989, con un incremento del 6,1%; ai nuovi e vecchi PIP aderiscono 3.618.291 soggetti, con un incremento del 4% circa; in aumento anche gli iscritti ai fondi preesistenti a 618.260 (+0,9%) e ai fondi negoziali (3.095.417), con un più 5% anche grazie all'introduzione del meccanismo di adesione contrattuale posto in essere da alcuni fondi pensione. Rispetto al numero di lavoratori attivi, che alla fine del 2019 erano pari a 23,4 milioni, il tasso di adesione è dunque pari al 34% anche se, fa notare la COVIP, gli iscritti che versano regolarmente sono poco più di 6 milioni. Per completare il numero di lavoratori che partecipano al *welfare* contrattuale, ai numeri sopra riportati vanno aggiunti **1.676.387 iscritti** alle Casse Privatizzate.

In continuo aumento gli iscritti alle casse sanitarie, anche se i dati in **tabella 1.4** sono stimati dal 2017 per carenza di informazioni ufficiali; si stima che alla fine del 2019 gli iscritti superino i 13 milioni anche per l'effetto della costituzione di nuovi fondi e la stipula di molti contratti collettivi di categoria.

**Tabella 1.4 - Sviluppo degli iscritti ai fondi sanitari integrativi**

| Anno | Lavoratori dipendenti | Lavoratori non dipendenti | Familiari lavoratori dipendenti | Familiari lavorat. non dipendenti | Pensionati | Familiari pensionati | Totale lavoratori | Totale familiari dei lavoratori | Totale pensionati (1) | Totale iscritti   |
|------|-----------------------|---------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|------------|----------------------|-------------------|---------------------------------|-----------------------|-------------------|
|      | <i>a</i>              | <i>b</i>                  | <i>c</i>                        | <i>d</i>                          | <i>e</i>   | <i>f</i>             | <i>g=a+b</i>      | <i>h=c+d</i>                    | <i>i=e+f</i>          | <i>j=g+h+i</i>    |
| 2010 | 1.647.071             | 414.904                   | 983.593                         | 266.906                           | -          | -                    | 2.061.975         | 1.250.499                       | -                     | <b>3.312.474</b>  |
| 2011 | 3.209.587             | 461.424                   | 1.264.534                       | 211.088                           | -          | -                    | 3.671.011         | 1.475.622                       | -                     | <b>5.146.633</b>  |
| 2012 | 3.724.694             | 506.169                   | 1.290.336                       | 310.744                           | -          | -                    | 4.230.863         | 1.601.080                       | -                     | <b>5.831.943</b>  |
| 2013 | 4.734.798             | 539.914                   | 1.373.444                       | 266.245                           | -          | -                    | 5.274.712         | 1.639.689                       | -                     | <b>6.914.401</b>  |
| 2014 | 5.141.223             | 565.199                   | 1.563.015                       | 224.387                           | -          | -                    | 5.706.422         | 1.787.402                       | -                     | <b>7.493.824</b>  |
| 2015 | 6.423.462             | 535.893                   | 1.862.206                       | 332.931                           | -          | -                    | 6.959.355         | 2.195.137                       | -                     | <b>9.154.492</b>  |
| 2016 | 6.680.504             | 1.074.038                 | 1.908.962                       | 251.955                           | 527.716    | 173.672              | 7.754.542         | 2.160.917                       | 743.120               | <b>10.616.847</b> |
| 2017 | 8.772.000             | 1.290.000                 | 2.322.000                       | 258.000                           |            |                      | 10.062.000        | 2.580.000                       | 903.000               | <b>12.900.000</b> |
| 2018 | 9.180.000             | 1.350.000                 | 2.430.000                       | 270.000                           |            |                      | 10.530.000        | 2.700.000                       | 945.000               | <b>13.500.000</b> |
| 2019 | 9.316.000             | 1.370.000                 | 2.466.000                       | 274.000                           |            |                      | 10.686.000        | 2.740.000                       | 959.000               | <b>13.700.000</b> |

(1) numero di pensionati e loro familiari a carico. Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe dei fondi sanitari del Ministero della Salute; in verde dati provvisori

**I rendimenti** - Nel 2019 tutti gli investitori istituzionali hanno ottenuto ottimi rendimenti recuperando ampiamente i risultati negativi dell'*annus horribilis* 2018 ascrivibili al generalizzato ribasso dei mercati finanziari. I migliori risultati sono stati ottenuti dai PIP investiti in *unit linked* con un +12,2% che recupera il -6,5% dello scorso anno (**tabelle 1.5 e 1.5.1**); seguono i Fondi Aperti con un +8,3% che recupera il negativo di -4,5% del 2018. Si consideri che il 2018 si è chiuso con una media quinquennale del PIL pari a **1,34%**, un'inflazione pari a **1,20%** e un Tfr al netto della tassazione pari a **2%**, che hanno aggravato ulteriormente le performance già negative; i risultati del 2019 recuperano ampiamente anche le rivalutazioni previste per legge e basate sui citati parametri. I fondi negoziali segnano un +7,2%, seguiti dalle Fondazioni Bancarie con un ottimo +6,5% e dai fondi preesistenti con il 5,6%. I parametri inflazione, TFR e media quinquennale del PIL, incrementati rispettivamente del 1%, 1,5% e 1,9%, sono stati ampiamente superati.

Il 2020 era iniziato sulla stessa scia dell'anno precedente, almeno dal punto di vista delle performance dei mercati finanziari, per poi fare i conti e incappare nella battuta d'arresto causata da COVID-19, che ha penalizzato in modo generalizzato tutte le *asset class*. Al netto dell'andamento fatto registrare dal Nasdaq, dove le società tecnologiche hanno addirittura incrementato le loro valutazioni, gli altri indici come S&P, il FTSE MIB e l'EuroStoxx 50 hanno registrato consistenti perdite: dal massimo toccato il 19 febbraio ai rispettivi minimi hanno registrato perdite pari al -34,10%, -41,54% e -38,27% (dato rilevato a inizio agosto); i tassi di interesse sui bond rimarranno prossimi allo zero per l'azione di QE della BCE e anche della FED, e con corsi del mercato obbligazionario ai massimi. Sul fronte dei mercati azionari è probabile il permanere di titoli molto volatili per il rischio di una ulteriore ondata di coronavirus e anche per le incertezze commerciali e geopolitiche. Battere quindi i "rendimenti obiettivo" non sarà facile; proprio per questi motivi è in corso un lento processo di variazione dell'*asset allocation* e delle tipologie di gestione sempre più specializzate e ad alto valore aggiunto, spesso non legate a *benchmark* ma a obiettivi di rendimento; in questa strategia si inserisce il progressivo aumento degli investimenti in FIA e *real asset*.

**Tabella 1.5 - Rendimenti a confronto: 2019, 2018, 2016, 2015, 2014, ultimi 3, 5 e 10 anni (valori %)**

|                         |      |      |      |      |      |      | Rendimento medio annuo composto |        |         | Rendimento cumulato |        |         |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|---------------------------------|--------|---------|---------------------|--------|---------|
|                         | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 3 anni                          | 5 anni | 10 anni | 3 anni              | 5 anni | 10 anni |
| Fondazioni Bancarie     | 6,5  | 2,7  | 5,3  | 3,4  | 3,4  | 5,5  | 4,8                             | 4,3    | 4,1     | 15,2                | 23,1   | 48,9    |
| Fondi negoziali         | 7,2  | -2,5 | 2,6  | 2,7  | 2,7  | 7,3  | 2,4                             | 2,5    | 3,6     | 7,2                 | 13,1   | 42,7    |
| Fondi preesistenti      | 5,6  | -0,2 | 3,2  | 3,3  | 2,0  | 5,0  | 2,8                             | 2,8    | 3,4     | 8,8                 | 14,6   | 39,1    |
| Fondi aperti            | 8,3  | -4,5 | 3,3  | 2,2  | 3,0  | 7,5  | 2,4                             | 2,5    | 3,8     | 6,8                 | 12,5   | 45,0    |
| PIP - Gestioni separate | 1,6  | 1,7  | 1,9  | 2,1  | 2,5  | 2,9  | 1,7                             | 2,0    | 2,6     | 5,3                 | 10,2   | 28,7    |
| PIP - Unit linked       | 12,2 | -6,5 | 2,2  | 3,6  | 3,2  | 6,8  | 2,4                             | 2,8    | 3,8     | 7,2                 | 14,6   | 45,4    |
| Rivalutazione TFR       | 1,5  | 2,0  | 2,0  | 1,5  | 1,2  | 1,3  | 1,7                             | 1,6    | 2,0     | 5,2                 | 8,0    | 21,6    |
| Inflazione              | 1,0  | 1,2  | 1,1  | -0,1 | 0,1  | 0,0  | 1,1                             | 0,6    | 1,2     | 3,2                 | 3,2    | 12,3    |
| Media quinquennale PIL  | 1,9  | 1,3  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | -0,3 | 1,4                             | 1,1    | 1,0     | 3,9                 | 5,2    | 9,6     |

\*Per i fondi pensione si tratta dei rendimenti netti annui composti tratti dalla Relazione Covip per l'anno 2019, ossia al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva (TFR compreso). Per le Fondazioni di Origine Bancaria si tratta del rapporto tra proventi totali, al netto della relativa tassazione, e il patrimonio medio a valori di libro, quindi proventi netti/(patrimonio netto inizio esercizio + patrimonio netto fine esercizio)/2.

Con i rendimenti al 2018, la media a 3 anni era 3,79% x FoB; 0,9% x Neg; 2,09% x Prees; 1,7% x TFR;

Con i rendimenti al 2018, la media a 5 anni era 4,05% x FoB; 2,51% x Neg; 2,65% x Prees; 1,52% x TFR;

Con i rendimenti al 2018, la media a 10 anni era 3,92% x FoB; 3,74% x Neg; 3,35% x Prees; 2,03% x TFR;

**Tabella 1.5.1 - I rendimenti delle forme pensionistiche complementari (al 31/12/2019, valori %)**

| Fondi Pensione Negoziati | 7,2  | Fondi Pensione aperti | 8,3  | PIP "nuovi"     | 1,6  | RENDIMENTI OBIETTIVO       |     |
|--------------------------|------|-----------------------|------|-----------------|------|----------------------------|-----|
| Garantito                | 2    | Garantito             | 3    | Unit Linked     | 12,2 | Rivalutazione TFR          | 1,5 |
| Obbligazionario Puro     | 0,7  | Obbligazionario Puro  | 3,7  | Obbligazionario | 2,2  | Inflazione                 | 1,0 |
| Obbligazionario Misto    | 7,6  | Obbligazionario misto | 4,2  | Bilanciato      | 9,2  | Media quinquennale del PIL | 1,9 |
| Bilanciato               | 8,6  | Bilanciato            | 9,2  | Azionario       | 18,8 |                            |     |
| Azionario                | 12,2 | Azionario             | 14,9 |                 |      |                            |     |

\* I rendimenti si riferiscono alle polizze unit linked perché i rendimenti delle gestioni separate non sono disponibili in conto d'anno.

Fonte: Elaborazioni Itinerari Previdenziali su dati COVIP

**Economia Reale** - Gli investimenti in “*economia reale*”, con l’eccezione delle Fondazioni Bancarie, sono ancora modesti. Impressiona in particolar modo, ma lo avevamo evidenziato anche nel lontano 1997<sup>6</sup>, l’esiguità degli investimenti dei fondi di natura contrattuale, in gran parte alimentati dal TFR, che è “circolante interno” alle aziende ed è quindi *la prima e principale forma di finanziamento dell’economia reale*. Il fondo di garanzia istituito dal D.Lgs. n. 252/05 per facilitare il finanziamento delle imprese che versano il TFR ai fondi pensione, è stato abolito dal Governo Prodi del 2007 e da allora né politica né parti sociali se ne sono più occupati. Tuttavia, dal 2007 alla fine del 2018 ai fondi pensione e al fondo gestito dall’Inps sono confluiti circa 140 miliardi di TFR sottratti alle imprese italiane, alle quali ne sono tornati mediamente poco più del 3% l’anno (una stima di circa 33 miliardi); è questo uno dei dati più allarmanti, che ha ovviamente ampie e negative ripercussioni sia sull’occupazione sia sulla produttività, contribuendo alla stagnazione del nostro Paese e sul quale tutti dovrebbero riflettere.

Anche per il 2019 le Fondazioni di origine Bancaria, considerando il patrimonio investito nella *banca conferitaria*, in Cassa Depositi e Prestiti e Fondazione con il Sud, si riconfermano il maggiore investitore istituzionale in economia reale domestica con il **44,36%** degli investimenti; in seconda posizione ci sono le Casse Privatizzate dei Liberi Professionisti con investimenti pari al **21,36%** del patrimonio totale, in aumento rispetto al 16,31% del 2018 e al 14,6% del 2017 (*tabella 1.6*).

<sup>6</sup> Vedasi il volume “*Capire i fondi pensione*”, di A. Brambilla, editore Sole 24 Ore.



**Tabella 1.6 - Gli investimenti in economia reale degli investitori istituzionali nel 2019**

| Investitori istituzionali            | Patrimonio (1) | Investim Istituzionali | altre poste e riserve (2) | Immobiliare diretti | Monetari e obblig. | Polizze | Azioni | OICR + ETF | di cui FIA | DI CUI Investimenti in Economia reale (*) in % |
|--------------------------------------|----------------|------------------------|---------------------------|---------------------|--------------------|---------|--------|------------|------------|--|
| Casse Privatizzate                   | 88,55          | 1,56%                  | 12,84%                    | 4,83%               | 20,42%             | 0,79%   | 3,63%  | 55,95%     | 23,34%     | 21,36%   |
| Fondazioni Bancarie                  | 46,99          | 30,38%                 | 1,66%                     | 3,38%               | 8,11%              | 0,80%   | 10,85% | 43,29%     | 8,68%      | 44,36%   |
| Fondi pensione preesistenti autonomi | 62,15          |                        | 2,75%                     | 2,63%               | 24,69%             | 44,63%  | 9,41%  | 15,88%     | 2,92%      | 4,08%  |
| Fondi pensione negoziali             | 56,14          |                        | 2,69%                     |                     | 67,17%             |         | 21,93% | 8,21%      | 0,37%      | 3,42%  |

(1) dati in miliardi di €. (2) le altre poste di bilancio comprendono ratei, risconti, crediti e altre tipologie di attivo;

Per le Casse privatizzate le percentuali riportate in tabella riguardano solo gli investimenti diretti che rappresentano l'79,5% circa del totale, relativo a tutte le Casse con esclusione di Onaosi; gli investimenti indiretti che sono rappresentati dai mandati di gestione non consentono una classificazione delle asset class; a) Gli Investimenti istituzionali comprendono le quote in Banca d'Italia e CdP;

Per le Fondazioni bancarie le percentuali riportate in tabella riguardano solo gli investimenti diretti (che rappresentano il 98,47% circa del totale dell'attivo) relativi alle 27 Fondazioni esaminate, che rappresentano l'85,3% circa del patrimonio totale delle fondazioni; a) Gli Investimenti istituzionali comprendono le quote nella banca conferitaria, della CdP e della Fondazione con il Sud; il restante 1,53% è costituito da investimenti indiretti in mandati, per cui la somma delle percentuali non corrisponde al 100% per via della quota affidata in gestione patrimoniale.

Per i fondi preesistenti le percentuali riportate riguardano i 45 fondi autonomi analizzati nel presente report, che rappresentano circa il 90% del totale dei fondi autonomi che valgono il 97,85% del totale fondi preesistenti (infatti il patrimonio totale tra autonomi e interni è pari a 63,513 miliardi di euro).

Per i fondi negoziali le percentuali si riferiscono al totale dell'ANDP composto dagli investimenti in gestione (mandati) e dai 208 milioni di investimenti diretti in Fia.

(\*) Per investimenti in economia reale nazionale si intendono: le azioni italiane, le obbligazioni corporate, la stima dei titoli italiani negli OICR, i FIA per la componente investita in Italia. Sono esclusi i titoli di Stato, gli immobili a reddito e quelli strumentali.

Migliora anche la percentuale investita nel Paese dai Fondi Pensione Preesistenti con un 4,08% rispetto al 3,20% del 2018. Aumento anche per i Fondi Negoziati, che dal 3,00% del 2018 passano al 3,42%, molto vicino al 3,46% del 2017. Considerate le difficoltà del mercato obbligazionario per via dei tassi prossimi allo zero e spesso negativi prodotti dalle banche centrali ed in particolare dalla BCE, la percentuale di investimenti in forme obbligazionarie risulta molto elevata per i FPN (67,17%) e per i FPP che, considerando anche le polizze che normalmente detengono una percentuale elevata di reddito fisso, superano i negoziali. Più contenuta è la quota obbligazionaria delle Casse e ancor più quella delle Fondazioni. Nella **tabella 1.6.1** sono riportati, riclassificati, gli investimenti in economia reale relativi al 2018.

**Tabella 1.6.1 - Gli investimenti in economia reale degli investitori istituzionali, anno 2018**

| Investitori istituzionali            | Patrimonio (1) | Investim Istituzion | altre poste e riserve (2) | Immobiliare diretti | Mone tari e obblig. | Polizze | Azioni | OICR + ETF | di cui FIA | DI CUI Investimenti in Economia reale (*) in % |
|--------------------------------------|----------------|---------------------|---------------------------|---------------------|---------------------|---------|--------|------------|------------|--|
| Casse Privatizzate                   | 82,92          | 1,92%               | 13,15%                    | 5,37%               | 22,11%              | 0,75%   | 2,98%  | 53,72%     | 23,47%     | 16,31%   |
| Fondazioni Bancarie                  | 45,70          | 31,46%              | 1,87%                     | 3,48%               | 6,40%               | 1,09%   | 11,64% | 41,64%     | 33,63%     | 48,60%   |
| Fondi pensione preesistenti autonomi | 58,30          |                     | 3,25%                     | 2,87%               | 26,53%              | 44,97%  | 8,69%  | 13,71%     | 3,06%      | 3,20%  |
| Fondi pensione negoziali             | 50,41          |                     | 5,46%                     |                     | 67,96%              |         | 18,83% | 7,73%      | 0,24%      | 3,00%  |

(1) dati in miliardi di €. (2) le altre poste di bilancio comprendono ratei, risconti, crediti e altre tipologie di attivo;

Per le Casse privatizzate le percentuali riportate in tabella riguardano solo gli investimenti diretti che rappresentano l'80,5% circa del totale, relativo a tutte le Casse con esclusione di Onaosi; gli investimenti indiretti che sono rappresentati dai mandati di gestione non consentono una classificazione delle asset class; a) Gli Investimenti istituzionali comprendono le quote in Banca d'Italia e CdP;

Per le Fondazioni bancarie le percentuali riportate in tabella riguardano solo gli investimenti diretti (che rappresentano il 97,26% circa del totale dell'attivo) relativi alle 23 Fondazioni esaminate, che rappresentano l'83% circa del patrimonio totale delle fondazioni; a) Gli Investimenti istituzionali comprendono le quote nella banca conferitaria, della CdP e della Fondazione con il Sud; il restante 2,74% è costituito da investimenti indiretti in mandati, per cui la somma delle percentuali non corrisponde al 100% per via della quota (pari a circa il 2,7% del patrimonio) affidata in gestione patrimoniale.

Per i fondi preesistenti le percentuali riportate riguardano i 43 fondi autonomi analizzati nel presente report, che rappresentano l'86% del totale dei fondi autonomi che valgono il 97,3% del totale fondi preesistenti. (infatti il patrimonio totale tra autonomi e interni è pari a 58,996 miliardi di euro)

Per i fondi negoziali le percentuali si riferiscono al totale dell'ANDP composto dagli investimenti in gestione (mandati) e dai 117 milioni di investimenti diretti in Fia.

(\*) Per investimenti in economia reale nazionale si intendono: le azioni italiane, le obbligazioni corporate, la stima dei titoli italiani negli OICR, i FIA per la componente investita in Italia. Sono esclusi i titoli di Stato, gli immobili a reddito e quelli strumentali.

**I gestori** - La **tabella 1.7** indica i primi 5 gestori di mandati di gestione; al primo posto si classifica Eurizon che, pur riportando un numero inferiore di mandati rispetto alla seconda Amundi (64 mandati e 8,9 miliardi), ha in gestione 8,995 miliardi con 55 mandati; seguono Blackrock, State Street e Credit Suisse. I primi cinque gestori raccolgono il 38,5% del totale affidato in gestione dagli investitori istituzionali. Si precisa ancora che la classifica è cambiata sensibilmente rispetto agli anni precedenti per lo spostamento delle polizze da gestione a investimento diretto.

**Tabella 1.7 - I primi 5 gestori per mandato, anno 2019**

| Gestore          | Mandati | AUM in mln di euro | Quota di mercato |
|------------------|---------|--------------------|------------------|
| Eurizon Capital  | 55      | 8.995              | 9,47%            |
| Amundi           | 64      | 8.902              | 9,37%            |
| Blackrock        | 13      | 7.125              | 7,50%            |
| State Street GA  | 19      | 6.043              | 6,36%            |
| Credit Suisse AM | 19      | 5.520              | 5,81%            |

La **tabella 1.8** individua i primi 5 gestori assicurativi, che complessivamente raccolgono il 92,5% del totale delle polizze e delle gestioni separate degli investitori istituzionali italiani. Ai primi posti della classifica Generali con 10,98 miliardi di euro in gestione e una quota di mercato pari al 41%, UnipolSai con 6,28 miliardi e il 23,5% e Allianz con 6,22 miliardi e il 23,34%. Questi primi tre gestori cubano l'88% del totale gestito dal mercato. Seguono a distanza Reale Mutua (675 milioni) e Fideuram (515 milioni).

**Tabella 1.8 - I primi 5 gestori assicurativi, anno 2019**

| Gestore                   | Risorse in mln di euro | Quota di mercato |
|---------------------------|------------------------|------------------|
| Generali Italia           | 10.979                 | 41,17%           |
| UnipolSai Assicurazioni   | 6.277                  | 23,54%           |
| Allianz                   | 6.224                  | 23,34%           |
| Reale Mutua Assicurazioni | 675                    | 2,53%            |
| Fideuram Vita S.P.A.      | 515                    | 1,93%            |

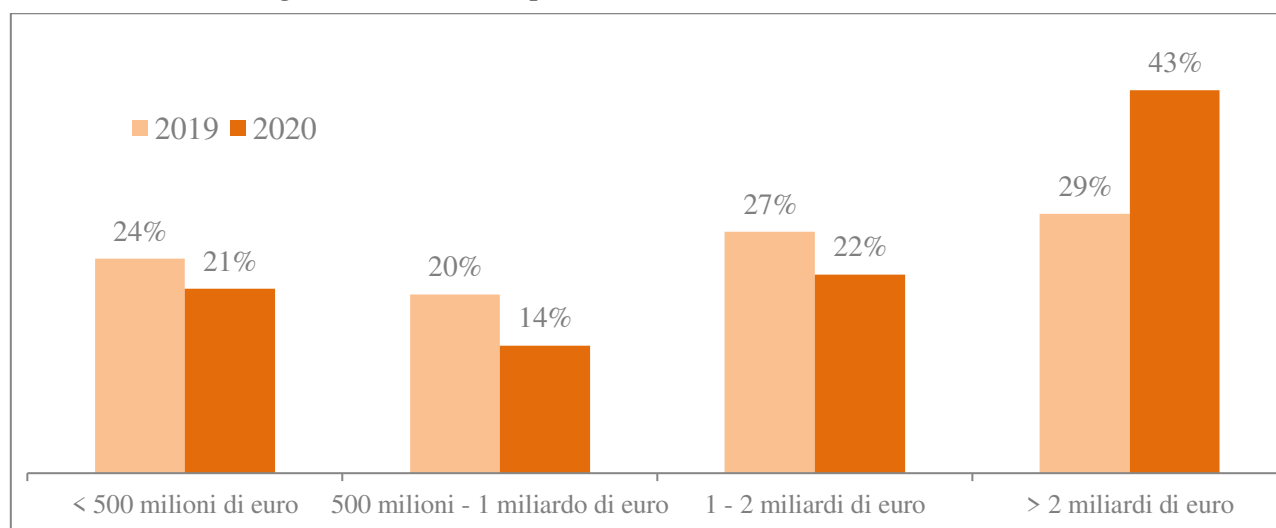
### 1.1 Focus sugli investimenti sostenibili degli investitori istituzionali italiani – II edizione

La seconda edizione dell'indagine sull'impatto dei criteri ESG nelle scelte d'investimento degli investitori istituzionali italiani ha ottenuto un'adesione più ampia rispetto a quella dell'edizione 2019. Si è passati infatti da 55 a **63 soggetti partecipanti**, per un totale patrimoniale di **oltre 180 miliardi di euro**. In particolare, hanno risposto 15 Fondi pensione negoziali, 20 Fondi pensione preesistenti, 15 Casse di previdenza e 13 Fondazioni di origine Bancaria.

**Metodologia** - Come l'anno scorso, l'attività di ricerca è stata perseguita mediante l'invio di un questionario *on-line* contenente 46 domande sulle caratteristiche generali dell'ente e su quelle specifiche legate ai "comportamenti ESG". Cinque le chiavi di lettura: la definizione della politica d'investimento SRI, la relativa strategia di investimento, le modalità di attuazione della stessa, la valutazione e la trasparenza, e infine le prospettive future. Questa seconda edizione ha introdotto un focus particolare sul rapporto tra *asset class* e strategie SRI, come vedremo in seguito.

**Risultati** - Dei 63 soggetti rispondenti, 41 (10 in più dell'anno scorso) hanno un **patrimonio** superiore al miliardo di euro (**figura 1.2**); il 43% dei rispondenti supera i due miliardi di euro di patrimonio.

**Figura 1.2 - Dimensioni patrimoniali (valori di bilancio al 31/12/2019)**



La domanda chiave dell'indagine è: **l'ente adotta una politica di investimento sostenibile SRI?** Solo 29 (46%) risposte sono affermative; l'anno scorso, su 55 partecipanti le risposte affermative erano state 28 (51%). In particolare, analizzando le tipologie di enti, troviamo che tali politiche sono adottate da 8 Fondi negoziali su 15, 10 Fondi preesistenti su 20, 6 Fondazioni su 13 e 5 Casse su 15.

Per attuare questa politica, il 62% degli enti si affida ad un *advisor* ESG: in particolare, lo fa la totalità delle Casse, seguita dall'88% dei Fondi negoziali, dal 67% delle FOB e dal 60% dei Fondi preesistenti.

Tra gli enti che decidono di effettuare investimenti ESG, la maggior parte lascia al gestore grande libertà decisionale nella selezione degli investimenti stessi: in dettaglio il 12% lascia una libertà completa, mentre il 65% ne lascia "molta, seppur all'interno di linee guida dettate dal CdA"; il 15% ne lascia poca, mentre l'8% invece concede una libertà molto limitata.

Il 54% degli enti afferma di non aver assegnato specifici mandati di gestione con obiettivi di sostenibilità. Si dividono equamente, invece, coloro che hanno o meno adottato specifici benchmark di sostenibilità per valutare le performance degli investimenti.

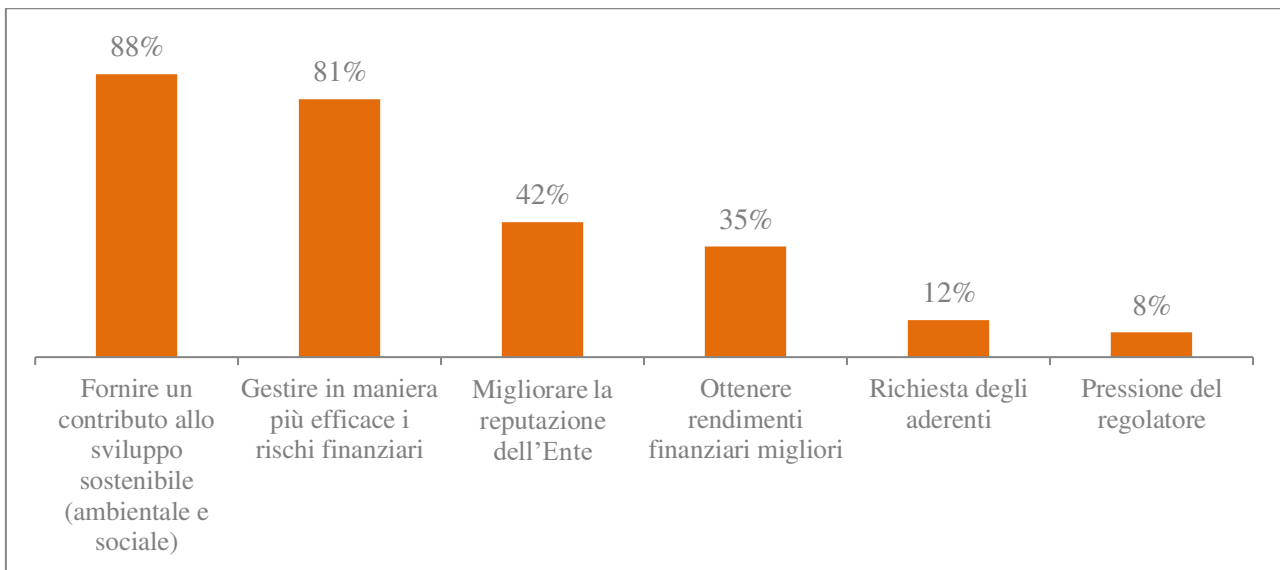
La successiva domanda con possibilità di risposta multipla è stata: quali riferimenti guidino le scelte d'investimento sostenibile. Il 60% degli enti che adottano queste politiche si ispira all'UNPRI delle Nazioni Unite che dal 2005 implementa i sei principi generali alla base degli investimenti sostenibili; il 48% guarda alle Convenzioni Internazionali in materia di diritti umani, risorse umane e tutela ambientale sottoscritte in sede ONU, OCSE, ecc.; il 40% si rifà al programma Global Compact dell'ONU. Più staccata la scelta dell'accordo di Parigi COP 21, al 24%, date le difficoltà che incontra in sede di politica internazionale, così come la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (8%) e il Protocollo di Kyoto (4%), ormai lontano nel tempo.

Quali motivazioni (*figura 1.3.a - NB: possibilità di risposta multipla*) stanno alla base di tale scelta? Emerge che la stragrande maggioranza degli investitori istituzionali (88%) lo fa per "**fornire un contributo allo sviluppo sostenibile (ambientale e sociale)**": se questo dato è in linea con quello dell'anno scorso, sorprende invece che ben l'81% abbia risposto "**gestire in maniera più efficace i rischi finanziari**", a fronte di circa il 50% del 2019.



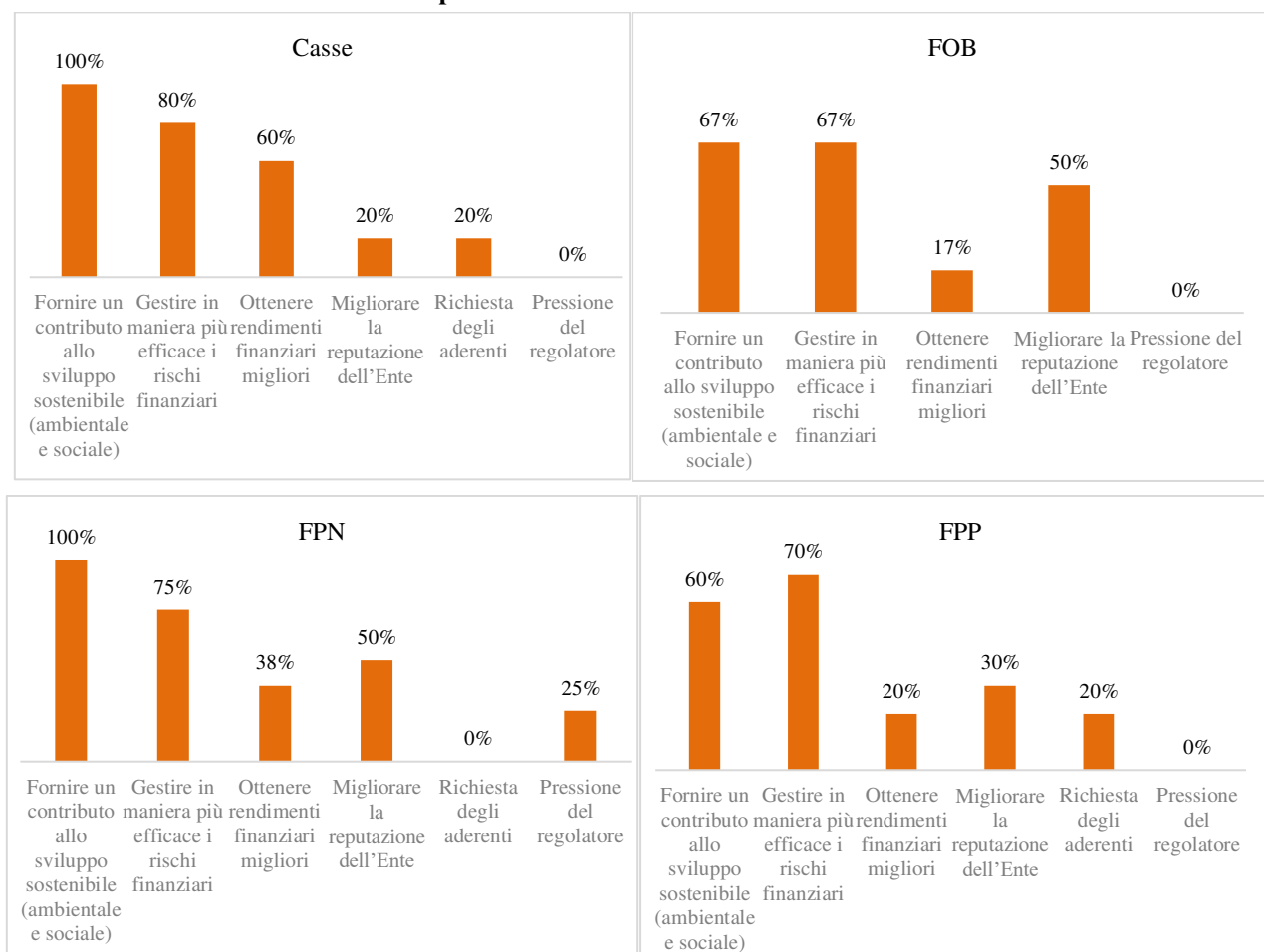
Restano più staccate le motivazioni “*migliorare la reputazione dell’ente*” (42%), percentuale raddoppiata in un anno, e “*ottenere rendimenti finanziari migliori*” (35%), 17 punti percentuali in più. Infine, resta al 12% la motivazione “*richiesta degli aderenti*” e all’8% quella “*pressioni del regolatore*”, percentuali in linea con il 2019. In sostanza, da una parte sembra cresciuta la sensibilità verso il tema dello sviluppo sostenibile, in un anno che lo ha visto “protagonista” per esempio con le manifestazioni giovanili, il Green New Deal della Commissione Europea e la pandemia di COVID-19; dall’altra è aumentata la convinzione circa gli effetti positivi che queste politiche possono avere sull’ente, dalla reputazione ai risultati finanziari.

**Figura 1.3.a - Quali obiettivi e/o motivazioni hanno spinto l’Ente a introdurre politiche di investimento sostenibili?**



Osservando lo spaccato delle tipologie di enti (*figura 1.3.b*), emergono alcune curiosità. I Fondi negoziati sono l’unica tipologia di ente che prende in considerazione le pressioni del regolatore, anche se solo per un quarto: ciò dipende dalla nuova normativa in fase di recepimento, Direttive IORP II e Shareholder Rights, che spingono in questa direzione. Le FoB, rispetto all’anno scorso, hanno aumentato le motivazioni, in particolare per l’aspetto reputazionale. Per i Fondi negoziati è nulla la richiesta degli aderenti, che anche in Casse e Fondi preesistenti resta bassa. I più inclini ad utilizzare queste politiche per gestire i rischi finanziari, infine, sono le Casse, la cui totalità (così come i Fondi negoziati) è sensibile al fornire un contributo allo sviluppo sostenibile.

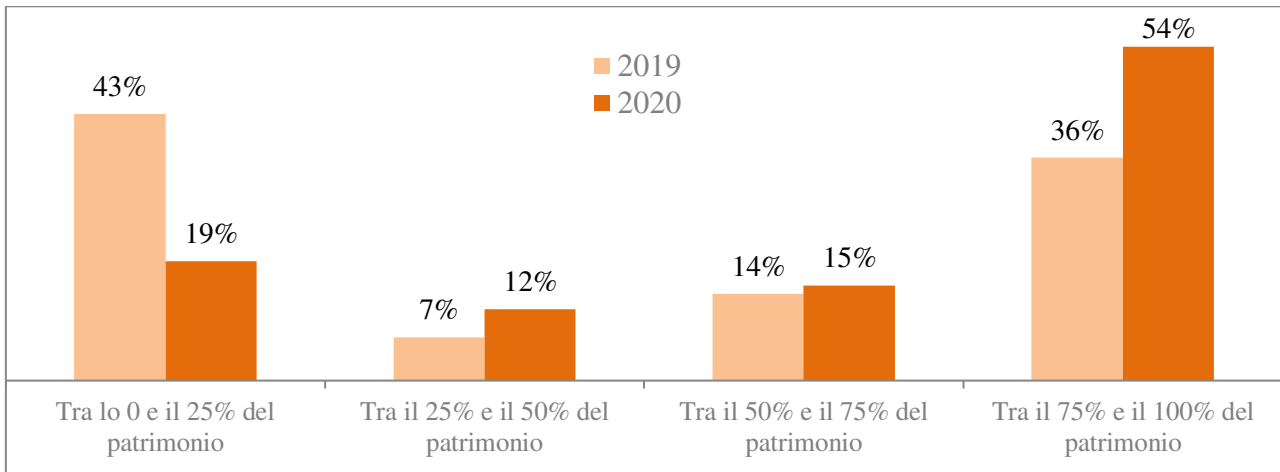
**Figura 1.3.b - Quali obiettivi e/o motivazioni hanno spinto l'Ente a introdurre politiche di investimento sostenibili?**



Passando invece alle motivazioni date per la risposta negativa, il 76% (lo riprenderemo in seguito) ha affermato di non effettuare investimenti ESG nel presente, ma di aver affrontato il tema e di volerlo implementare nel futuro; il 12%, invece, ha affrontato il tema ma, al contrario, ha preferito non includere questa politica di investimento; infine, sempre il 12% non ha proprio mai discusso il tema in CdA. Nessuno ha motivato la mancanza di politiche Sri con “costi troppo elevati”, così come nessuno ritiene che sia meglio non adottare tali politiche perché non ci si aspetta che possano offrire rendimenti maggiori.

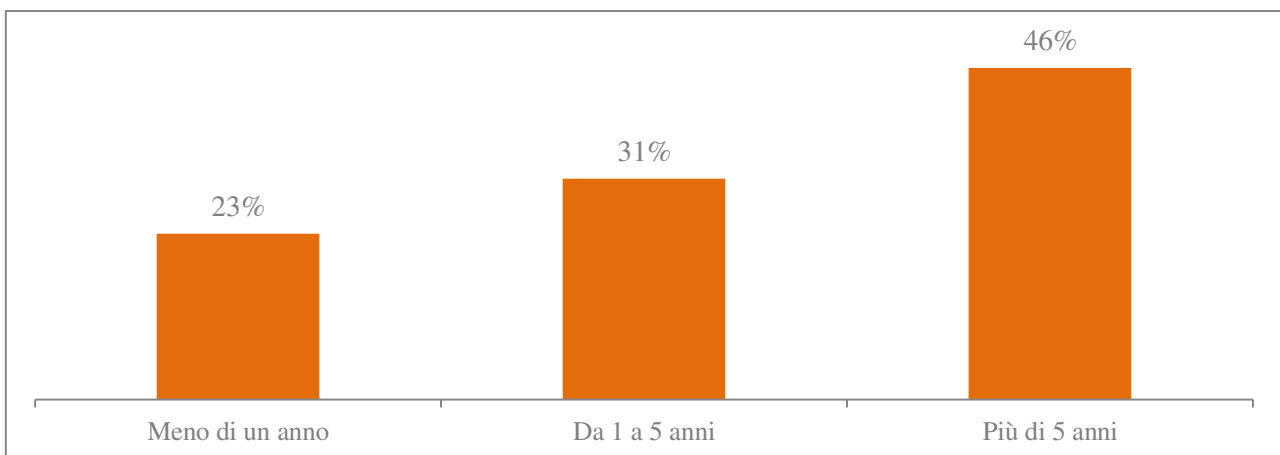
Per quanto riguarda la **quota di patrimonio a cui viene applicata la politica SRI (figura 1.4)**, la polarizzazione del 2019 è venuta meno: si è più che dimezzata la percentuale di enti che la applica a meno del 25% del patrimonio mentre più della metà dei rispondenti la applica a oltre il 75%. Il 50% degli enti applica i fattori ESG all'intero patrimonio. Guardando invece le singole *asset class*, quelle maggiormente impattate da queste politiche sono l'azionario (54%) e l'obbligazionario (42%); il 15% le applica al *private equity*, mentre il 12% sia su *private debt* che su immobiliare.

**Figura 1.4 - Qual è la quota di patrimonio a cui viene applicata la politica SRI?**



Il 46% degli enti che adottano politiche di investimento ESG lo fa da oltre 5 anni (*figura 1.5*): se l'anno scorso nessun Fondo negoziale aveva intrapreso queste politiche nell'ultimo anno, nel 2020 sono invece 3, contro un ente ciascuno per le altre tre tipologie di investitori.

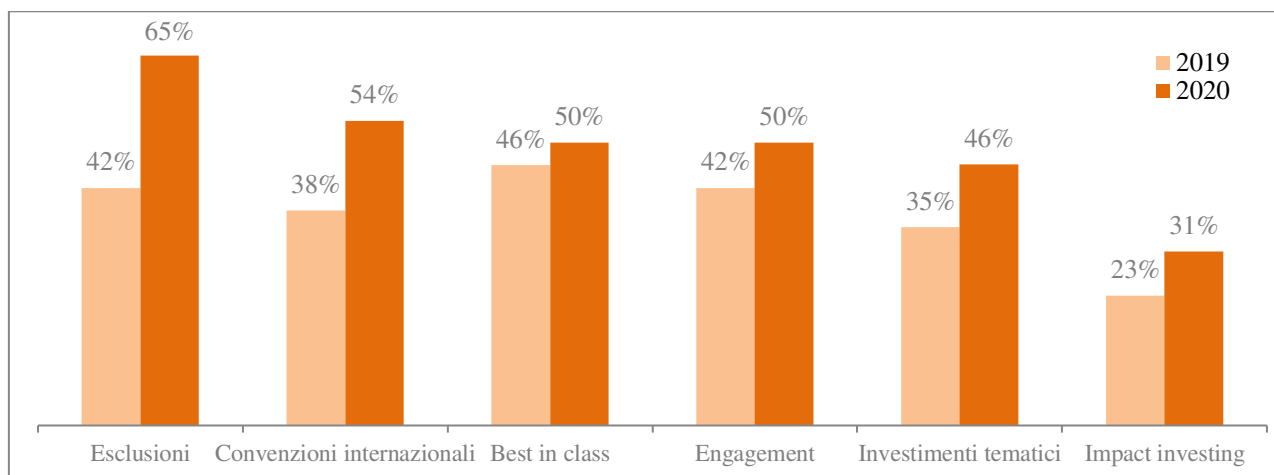
**Figura 1.5 - Da quanto tempo l'Ente adotta una politica di investimento sostenibile?**



Per quanto riguarda le **strategie SRI** adottate, si nota un aumento in tutte le tipologie. Le **convenzioni internazionali** restano un'opzione adottata da molti enti, ma è scalzata al primo posto dalla strategia delle **esclusioni**, condivisa dal 65% dei rispondenti (*figura 1.6*).

Ciascun ente ha una tipologia di strategia "preferita": si nota infatti che la maggior parte delle Casse adotta **l'engagement**; **esclusioni e impact investing** sono le strategie maggiormente adottate dalle Fondazioni; i Fondi negoziali propendono per le esclusioni e infine i Fondi preesistenti convergono sulle convenzioni.

**Figura 1.6 - Quali sono le strategie SRI adottate?**



Analizzando nel dettaglio le varie strategie applicate, si possono trarre le seguenti conclusioni:

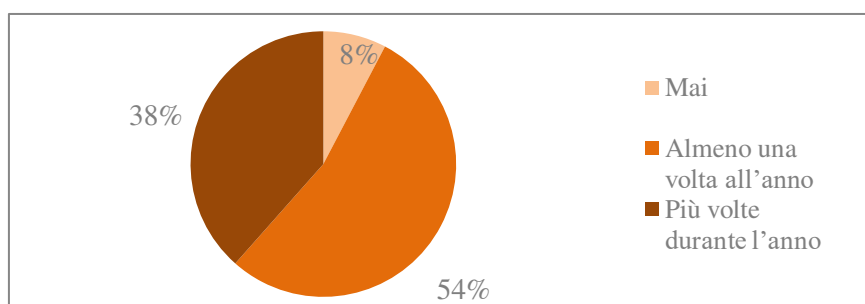
- **La strategia delle esclusioni** viene applicata dal 79% degli enti nei confronti del settore delle armi; molto più staccati restano diritti umani, civili e politici, come ad esempio libertà di espressione o di culto, scelto dal 58%, e al 53%, a pari merito, pornografia e lavoro minorile;
- In merito all'applicazione di standard e **convenzioni internazionali**, abbiamo visto che l'UNPRI è un modello di riferimento insieme al Global Compact, così come – seppur in modo minore – le convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro.
- Se viene adottata la strategia **best in class**, i criteri positivi e di inclusione adottati sono l'efficienza energetica (86%), la riduzione delle emissioni di anidride carbonica e il rispetto dei diritti umani (entrambi al 64%), la qualità dell'ambiente di lavoro (43%) e, al 7%, la presenza di consiglieri indipendenti nel *board* e la remunerazione del *top management*.
- L'**efficienza energetica** è anche il primo ambito oggetto di investimenti tematici (75%), seguita da cambiamento climatico e immobiliare sostenibile, al 63%, da mobilità sostenibile e RSA, al 44%, nonché da salute, gestione dell'acqua e gestione dei rifiuti, rispettivamente scelti dal 38%, 25% e 13% degli enti. Molto bassa, ancora, la percentuale di enti che guarda alla Silver Economy (6%), tema che invece – come dimostra l'Osservatorio del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali “*Silver Economy, una nuova grande economia*” – meriterebbe grande attenzione.
- Riguardo alla strategia dell'**engagement**, la quasi totalità di enti la pratica in modo “soft” (incontri periodici, invio di report, teleconferenze, ecc., scelte dal 92% dei rispondenti);
- Infine, **l'impact investing** viene destinato perlopiù a microfinanza e *social housing* (67%).

Osservando invece più da vicino lo spaccato delle strategie applicate alle varie *asset class*, notiamo quanto segue: ai titoli di Stato vengono applicate soprattutto esclusioni e convenzioni internazionali (scelte dal 53% degli enti); esclusioni scelte dal 53% anche per i titoli azionari, per i quali viene impiegato molto anche l'*engagement* (46%); tra le strategie applicate ai *corporate bond*, invece, oltre a esclusioni e convenzioni spicca *best in class* (48%), che per i fondi di investimento tradizionali raggiungono il 55%; infine, per gli investimenti alternativi, c'è una preferenza (44%) per gli investimenti tematici.

Altro aspetto fondamentale dell'indagine è la **valutazione dei risultati** (figura 1.7) conseguiti mediante l'applicazione di strategie SRI. In generale, il 54% degli enti ha dichiarato che il CdA valuta

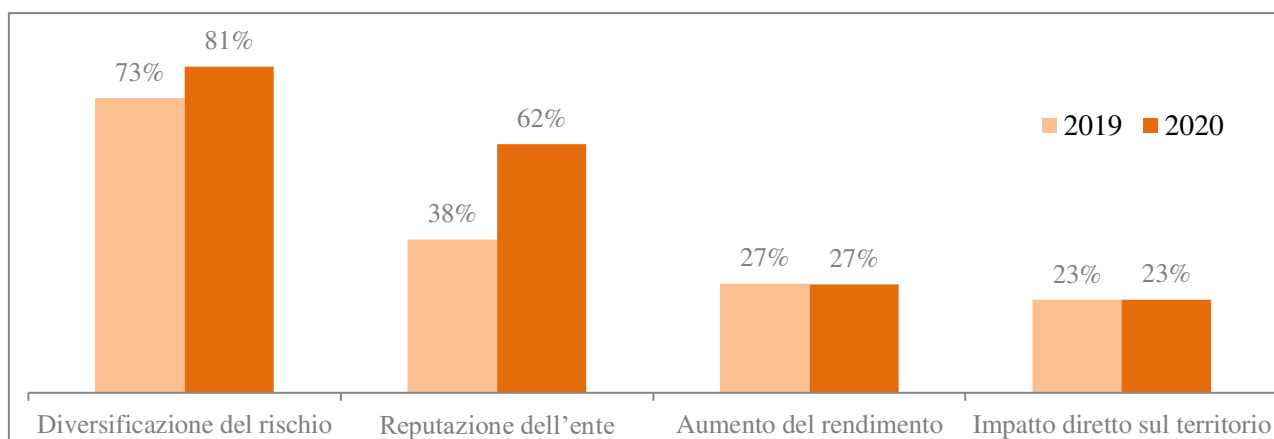
gli impatti delle strategie SRI sul patrimonio almeno una volta all'anno, mentre oltre un terzo lo fa addirittura più volte durante l'anno.

**Figura 1.7 - Con quale frequenza il CdA valuta gli impatti delle strategie SRI sul patrimonio?**



Grazie a questa attività, è possibile valutare in quali termini tali strategie hanno consentito **miglioramenti** (*figura 1.8*): l'81% degli enti sceglie la diversificazione del rischio, il 62% la reputazione (24 punti percentuali in più in un anno), intorno al 25% sia l'aumento del rendimento sia l'impatto sul territorio (stessi valori del 2019).

**Figura 1.8 - L'applicazione delle politiche di investimento SRI ha consentito un miglioramento in termini di...**



In tema **trasparenza**, nonostante solo il 46% risponda che è prevista una redazione che illustri la politica SRI, il 54% effettivamente pubblica un resoconto.

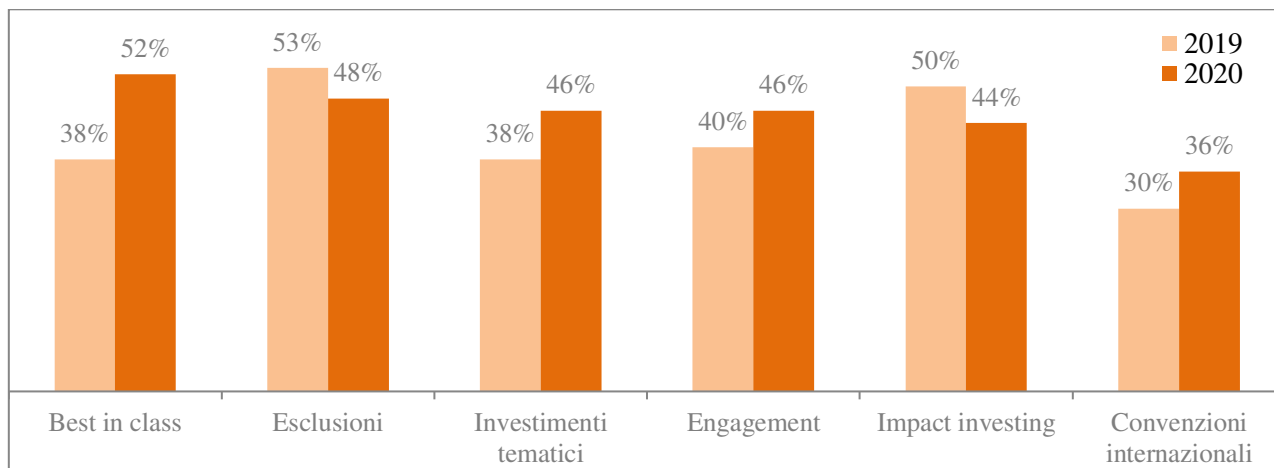
Altra questione importante, di novità rispetto all'indagine 2019, è quella della **competenza** e, di conseguenza, della **formazione**. La maggior parte degli enti (54%) giudica "buona" la conoscenza della normativa in tema di finanza sostenibile da parte degli organi interni, mentre solo l'8% si spinge a "ottima", stessa percentuale per chi invece la giudica "insufficiente". Vista la complessità e la rapida evoluzione della tematica, si è chiesto inoltre se l'ente ritenga utile approfondire gli aspetti normativi avviando percorsi di formazione interna: solo il 4% ha risposto "no", ma il restante 94% si divide tra un "sì" netto (27%) e un "sì, ma ancora non sono state prese misure in tal senso" (69%).

Infine, il tema del futuro: dopo aver fotografato la situazione attuale, è utile farsi un'idea su quali saranno i trend che ci aspettano. Tornando alla domanda iniziale, infatti, si ricorda che molti degli enti rispondenti non adottano politiche SRI: il 76% risponde che il tema è stato affrontato e verrà implementato in futuro. Inoltre, è utile capire se chi lo sta già facendo decida di proseguire, modificare o interrompere questo cammino. Ebbene, l'88% (l'anno scorso era quasi l'80%) di tutti i rispondenti (che abbiano o non abbiano adottato politiche SRI) intende includere o incrementare strategie sostenibili nella loro politica di investimento. Percentuali molto differenti a seconda degli enti: dicono

“sì” il 65% dei Fondi preesistenti, il 93% dei Fondi negoziali, l’87% delle Casse e l’85% delle Fondazioni.

Le strategie che i singoli enti vogliono adottare per il futuro sono molto diverse da quelle che stanno attuando nel presente (*figura 1.9*): in particolare, confrontando con la figura 1.6 si vede che perdono punti percentuali soprattutto le esclusioni e le convenzioni internazionali, a favore di *best in class* e *impact investing*.

**Figura 1.9 - Quali strategie verranno utilizzate per implementare le politiche di investimento sostenibile?**

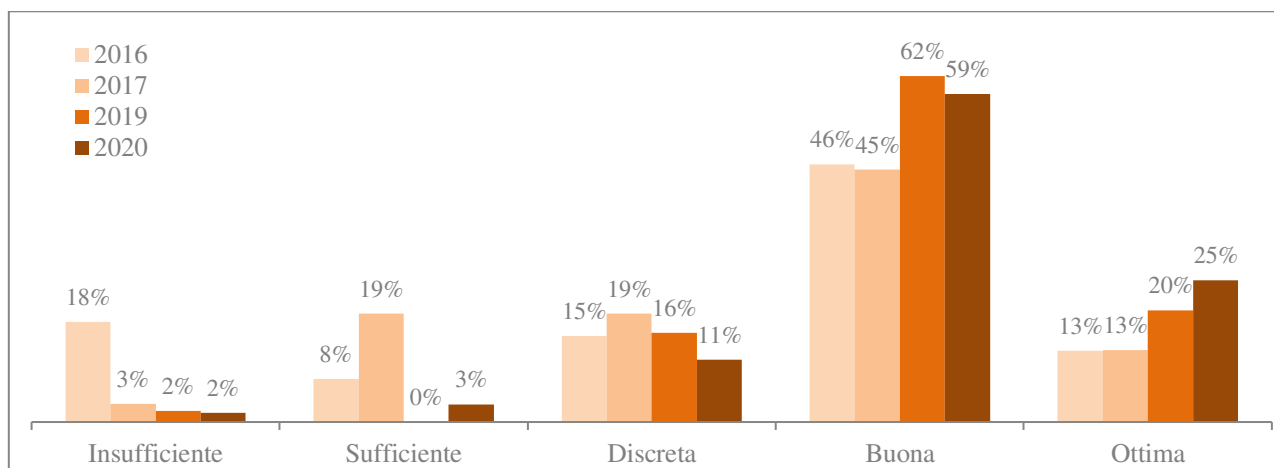


Venendo poi alla dichiarazione della percentuale di patrimonio che verrà impegnata nell’incremento (o nell’adozione) di politiche SRI negli investimenti, si ha una parità (31%) sia per gli enti che impegneranno tra lo 0 e il 25% sia per quelli che le applicheranno ad oltre il 75% del patrimonio. Si distinguono particolarmente i Fondi pensione negoziali, il cui 57% si colloca tra gli enti che applicheranno le politiche ESG ad oltre il 75% del patrimonio. Inoltre, il 40% lo farà tramite gestione diretta, mentre il 60% tramite gestione indiretta.

In aggiunta al tema ESG, il questionario ha indagato le **caratteristiche più generali degli enti**, permettendo di tracciare un quadro di alcune delle caratteristiche “strutturali” dei soggetti della previdenza e del loro funzionamento, nonché del *sentiment* di mercato e delle relazioni che intercorrono tra i suoi attori.

La **diversificazione degli investimenti** (*figura 1.10*) assume un ruolo cruciale in ottica rendimenti, ma ancora di più in chiave di controllo del rischio. È dunque molto alta l’attenzione degli enti su questo fronte e i giudizi migliorano sensibilmente nel corso degli anni: un quarto degli intervistati giudica “ottima” la diversificazione del fondo di cui sono responsabili (oggi al 25%, al 20% nel 2019, nel 2017 era il 12,9%), contribuendo a far crescere la somma degli *item* “buona” e “ottima” (dal 58,1% del 2017 all’84%).

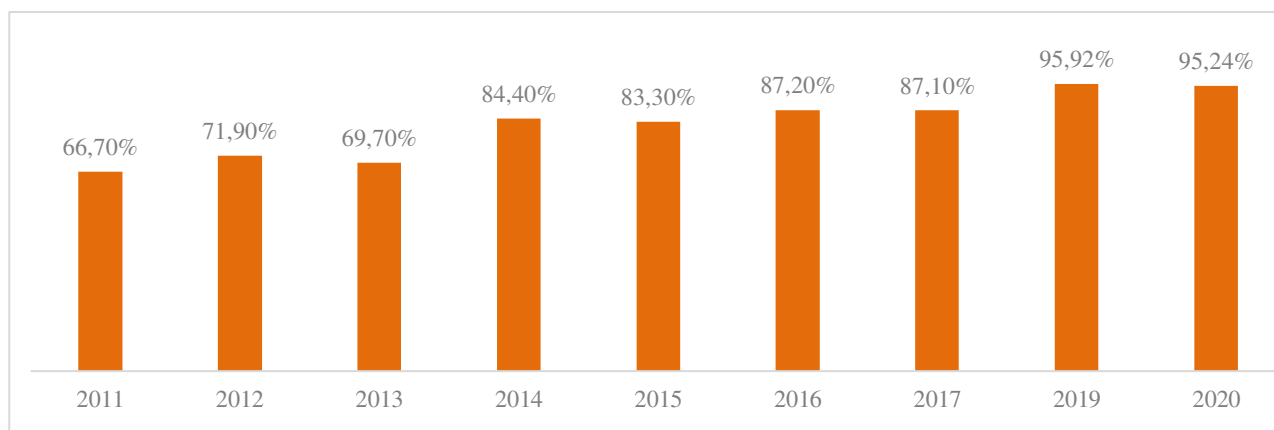
**Figura 1.10 - Come ritiene la diversificazione degli investimenti del patrimonio?**



In una fase di mercato caratterizzata da volatilità e instabilità, resta molto alta la quota di enti e fondi che si propongono di **rivedere la propria asset allocation nel prossimo futuro**: dopo tre anni di calo, in cui si è passati dal 90,5% del 2015, all'84,6% del 2016, all'80,6% del 2017, l'anno scorso la percentuale era tornata ad aumentare, anche se di poco, assestandosi all'82%, mentre quest'anno è crollata al 46%.

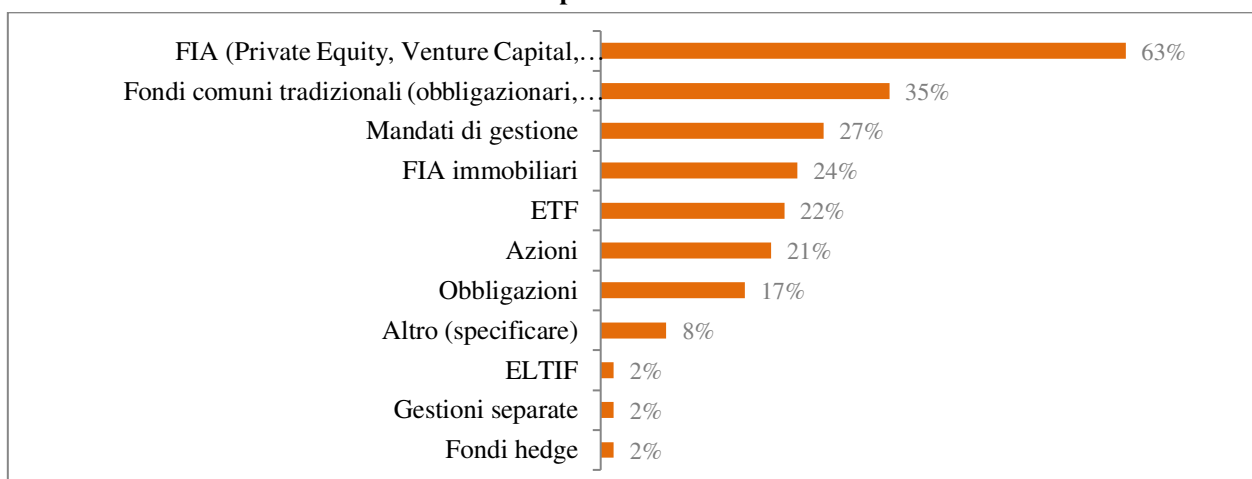
La scarsa disponibilità a cambiare rotta nelle strategie di *asset allocation* riflette una **soddisfazione rispetto alla performance finanziaria (figura 1.11)**: sebbene sia leggermente in calo rispetto al 2019, la percentuale di risposte positive resta su livelli molto alti, confermando il trend in crescita che prosegue dal 2011.

**Figura 1.11 - La performance finanziaria ottenuta è soddisfacente? Risposta: "Sì"**



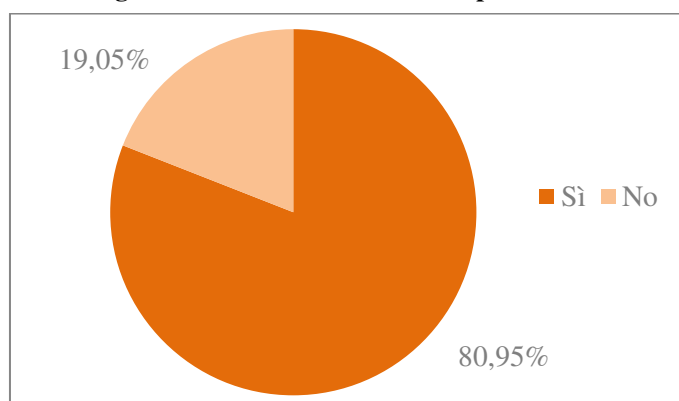
Per quanto riguarda gli **strumenti in cui gli enti investono o si propongono di investire** (o di aumentare l'esposizione) nel prossimo futuro (*figura 1.12*), emergono tre fattori che ricalcano le rilevazioni della scorsa edizione. In primis, una stabilità nella detenzione di mandati di gestione, che non aumenteranno: oggi gli enti scelgono questa modalità d'investimento nel 71% dei casi, mentre domani l'intenzione si riduce al 27%. La seconda osservazione riguarda la tendenza a favorire i FIA (*Private Equity, Venture Capital, Commodities, Private Debt*) rispetto agli stessi fondi di investimento tradizionali: a differenza dell'anno scorso, si rileva che questa preferenza vale sia nel presente che nel futuro per il 63% dei rispondenti. Infine, è da sottolineare l'esposizione attuale nei fondi immobiliari, scelta come opzione dal 46% degli enti che hanno risposto al questionario: sono minori però coloro che li adotteranno in futuro (24%).

**Figura 1.12 - In quali strumenti l'Ente si propone di investire (o di aumentare l'esposizione) nel prossimo futuro?**



Per effettuare questi investimenti, si rileva infine che l'81% dei rispondenti si avvale di uno o più *advisor* (*figura 1.13*).

**Figura 1.13 - Vi avvalete di uno o più *advisor*?**





## 2. Le Compagnie di Assicurazione

Anche quest'anno si riporta l'analisi relativa alle Compagnie di Assicurazione che, per la natura dei loro investimenti, come si dirà estesamente di seguito, costituiscono uno dei principali investitori istituzionali. L'analisi effettuata fa riferimento in particolare ai patrimoni previdenziali delle polizze Vita dei rami I, IV e V che compongono la cosiddetta classe C<sup>7</sup> e che rappresentano essenzialmente il *welfare individuale*. Il ruolo delle assicurazioni quale investitore istituzionale deriva in massima parte dal modello di business sottostante e dal fatto che i prodotti assicurativi Vita hanno durate contrattuali particolarmente lunghe (da un minimo di 3-5 anni fino a 30 e oltre) e, quindi, gli assicuratori hanno la necessità di distribuire i propri attivi in investimenti con *duration* corrispondenti, che trovano la loro massima collocazione in titoli di Stato.

Nel 2019 gli investimenti complessivi delle compagnie Vita sono stati pari a 771 miliardi; di questi il 77% (poco più di 590 miliardi) era relativo alle polizze tradizionali (sopra già definita classe C) mentre il restante 23% (quasi 180 miliardi), in crescita rispetto all'anno precedente, riguardava le polizze connesse a prodotti *Unit/Index Linked* e a Fondi Pensioni (cosiddetta classe D, vedasi figura 2.1)<sup>8</sup>. Si sottolinea che gli importi degli investimenti fanno riferimento ai bilanci delle imprese assicurative le cui poste sono valutate secondo i principi contabili nazionali (cosiddetto *Local Gaap*). Nel presente Report non si considera il ramo III composto dalle polizze *Linked* che ha un prevalente contenuto di investimento finanziario e del ramo VI che, riguardando prevalentemente i fondi pensioni, è ricompreso nel patrimonio di tali investitori istituzionali e verrà quindi analizzato nei successivi capitoli.

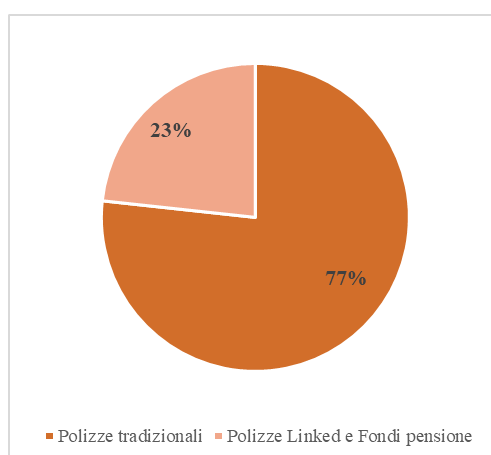
Il principio del *matching* fra le attività e le passività consente alle imprese di assicurazione di rispettare in ogni momento gli impegni nei confronti dei propri assicurati, il che implica che le imprese assicuratrici debbano avere accesso a un ampio range di attivi da far corrispondere alle proprie passività al fine di consentire al proprio portafoglio una sufficiente diversificazione. Ed è proprio il significativo accumulo di capitale a supporto dei contratti stipulati e degli impegni assunti nei confronti dei propri assicurati che rende l'industria assicurativa il più grande investitore istituzionale, non solo in Italia ma anche nel resto del mondo.

---

<sup>7</sup> Le polizze Vita tradizionali (cosiddetta di Classe C) riguardano tutte le tipologie di polizze tra cui le polizze con partecipazione agli utili, polizze di capitalizzazione, polizze di puro rischio legate a rischi connessi con la vita dell'assicurato; le polizze di **ramo I** sono assicurazioni sulla durata della vita umana e comprendono la copertura per premorienza e/o per la sopravvivenza a una certa data; le polizze di **ramo IV** sono relative alle assicurazioni malattia e alle assicurazioni contro il rischio di non autosufficienza che siano garantite mediante contratti di lunga durata, non rescindibili, per il rischio di invalidità grave dovuta a malattia o a infortunio o a longevità; le polizze di **ramo V** sono relative alle operazioni di capitalizzazione (assicurazioni finanziarie non dipendenti dalla vita umana, che prevedono il pagamento di un capitale alla scadenza del contratto).

<sup>8</sup> Le polizze di **ramo III** (cosiddette *Linked* o di classe D) sono contratti di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione a contenuto finanziario con prestazioni collegate all'andamento di un indice azionario, a un paniere di indici azionari o a un altro indice finanziario di riferimento. È un contratto di natura indicizzata, in quanto tende a replicare il rendimento di una grandezza economica, tipicamente un indice di borsa, attraverso particolari accorgimenti tecnici.

**Figura 2.1 - Composizione degli investimenti per ramo di attività del settore Vita nel 2019**  
**Totale investimenti del settore Vita: 771 miliardi**



### ***Gli attivi gestiti dalle Compagnie di Assicurazione italiane***

La **tabella 2.1** riporta gli attivi complessivi delle Compagnie di Assicurazione italiane del comparto Vita, che comprendono sia la classe C sia la classe D e che, alla fine dell'anno 2019, ammontavano a **811 miliardi** (in crescita del 7,5% rispetto alla fine del 2018). La quasi totalità degli attivi detenuti dalle compagnie Vita (che superavano i 770 miliardi e pari al 95% del totale) sono rappresentati dagli investimenti, di cui quasi 180 miliardi ascrivibili alla classe D e i restanti 590 miliardi alla classe C. L'investimento prevalente del settore assicurativo è quello obbligazionario e dei titoli a reddito fisso con oltre 465 miliardi investiti principalmente (circa il 70%) in titoli di Stato, in aumento rispetto al 2018 del 4,3%; la seconda categoria prevalente di investimenti è quella in quote di fondi comuni pari a 87 miliardi che è anche quella che è cresciuta di più in questi ultimi anni e, rispetto al 2018, ha mostrato la crescita più pronunciata con oltre il 16%. Le azioni e quote con poco più di 31 miliardi rappresentano il 3,9% del totale ed è quasi trascurabile il peso (0,1%) degli investimenti in terreni e fabbricati.

**Tabella 2.1 - Composizione dell'Attivo delle imprese di assicurazione – settore VITA (valori in milioni)**

| Tipologia di attività                                       | 2018           | Distrib. % 2018 | 2019           | Distrib. % 2019 | Var. % 19/18 |
|---|----------------|-----------------|----------------|-----------------|--------------|
| (1)   | (2)            | (3)             | (4)            | (5)             | (6)          |
| Credito verso soci  | -              | -               | -              | -               | -            |
| Attivi immateriali  | 3.536          | 0,5%            | 3.299          | 0,4%            | -6,7%        |
| Investimenti:   | 713.676        | 94,6%           | 770.702        | 95,0%           | 8,0%         |
| -Terreni e fabbricati                                       | 435            | 0,1%            | 410            | 0,1%            | -5,8%        |
| - Azioni e quote  | 30.593         | 4,1%            | 31.426         | 3,9%            | 2,7%         |
| - Obbligazioni e titoli a reddito fisso*                    | 446.125        | 59,1%           | 465.258        | 57,4%           | 4,3%         |
| - Quote di fondi comuni di investimento                     | 75.153         | 10,0%           | 87.465         | 10,8%           | 16,4%        |
| - Finanziamenti e depositi                                  | 9.118          | 1,2%            | 6.729          | 0,8%            | -26,2%       |
| -Investimenti di classe D (polizze Linked e Fondi pensione) | 152.252        | 20,2%           | 179.414        | 22,1%           | 17,8%        |
| Riserve tecniche a carico dei riassicuratori                | 6.298          | 0,8%            | 5.870          | 0,7%            | -6,8%        |
| Crediti   | 17.512         | 2,3%            | 18.599         | 2,3%            | 6,2%         |
| Ratei e risconti e altri attivi                             | 13.229         | 1,8%            | 12.691         | 1,6%            | -4,1%        |
| <b>TOTALE</b>   | <b>754.250</b> | <b>100,0%</b>   | <b>811.161</b> | <b>100,0%</b>   | <b>7,5%</b>  |

\* di cui circa 330 miliardi in Titoli di Stato

Fonte: ANIA

Se consideriamo l'ultimo decennio 2010-2019, sulla base dei dati IVASS (*tavola 2.1.1*), si nota che il patrimonio Vita della classe C è aumentato di oltre 260 miliardi, da 330 a 591 miliardi, con una crescita media di circa 30 miliardi l'anno. Ha contribuito a questo sviluppo in modo particolare per oltre il 75% e per quasi 200 miliardi la parte investita in obbligazioni, che nel 2019 rappresentava il 78,7% del totale degli investimenti; seguono poi gli investimenti in quote di fondi comuni che sono cresciuti nello stesso periodo del 440% per oltre 70 miliardi; si riducono fortemente invece gli investimenti diretti in immobili. La crescita degli investimenti in quote di fondi è proseguita anche tra il 2018 e il 2019 evidenziando un +16,3% (+ 13,4% tra il 2017 e il 2018); alla fine del 2019 il peso di tale investimento sul totale era pari a 14,8%.

**Tav. 2.1.1 - Composizione investimenti dal 2010 al 2019 - settore VITA, classe C**

| Tipologia di investimento     | Valori assoluti (milioni) |                |                |                | Variazione in milioni |               | Distribuzione % |            |            |            | Variazione % |            |
|-------------------------------|---------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------------|---------------|-----------------|------------|------------|------------|--------------|------------|
|                               | 2010                      | 2017           | 2018           | 2019           | 2010-2019             | 2018-2019     | 2010            | 2017       | 2018       | 2019       | 2010-2019    | 2018-2019  |
| Immobili                      | 991                       | 539            | 561            | 591            | -400                  | 30            | 0,3             | 0,1        | 0,1        | 0,1        | -40,4        | 5,3        |
| Azioni                        | 29.078                    | 29.665         | 30.317         | 31.338         | 2.261                 | 1021          | 8,8             | 5,5        | 5,4        | 5,3        | 7,8          | 3,4        |
| Obbligazioni:                 | 269.630                   | 433.652        | 446.332        | 465.344        | 195.714               | 19.012        | 81,6            | 80,4       | 79,5       | 78,7       | 72,6         | 4,3        |
| <i>di cui titoli di Stato</i> | 183.058                   | 303.125        | 315.520        | 329.347        | 146.290               | 13.827        | 55,4            | 56,2       | 56,2       | 55,7       | 79,9         | 4,4        |
| Quote F.C./Azioni sicav       | 16.191                    | 66.342         | 75.231         | 87.511         | 71.320                | 12.280        | 4,9             | 12,3       | 13,4       | 14,8       | 440,5        | 16,3       |
| Altri investimenti            | 14.539                    | 9.169          | 8.983          | 6.504          | -8.035                | -2478,616     | 4,4             | 1,7        | 1,6        | 1,1        | -55,3        | -27,6      |
| <b>Totale</b>                 | <b>330.429</b>            | <b>539.368</b> | <b>561.424</b> | <b>591.288</b> | <b>260.859</b>        | <b>29.864</b> | <b>100</b>      | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>78,9</b>  | <b>5,3</b> |

Fonte: elaborazioni ANIA su dati IVASS

I dati sopra riportati, come detto, fanno riferimento ai soli investimenti relativi alle polizze Vita tradizionali (classe C) ed escludono gli investimenti relativi alle polizze *Unit Linked* e ai Fondi pensione (classe D). Nella *tabella 2.2* è riportato il dettaglio delle prime *venti imprese assicurative Vita* italiane in funzione del totale attivo. Tali compagnie detenevano alla fine del 2019 uno *stock* di attivi per 552 miliardi e rappresentavano l'87,4% dell'intero comparto, che complessivamente vale 632 miliardi: di questi, come si è già visto, oltre 590 miliardi rappresentavano investimenti, mentre circa 40 sono classificabili come "altri elementi dell'attivo" (si veda la colonna 9 e la relativa nota).

Poste Vita, Intesa Sanpaolo Vita e Generali Italia sono le imprese con una quota sul totale di attivi gestiti superiore al 10% e rappresentano, insieme, quasi il 43% dell'intero settore. Con riferimento al totale del mercato, l'investimento prevalente è rappresentato dalle obbligazioni e dai titoli a reddito fisso che valgono circa il 74% del totale per un volume complessivo di oltre 465 miliardi. Si conferma rilevante il ruolo rivestito dalle quote di fondi comuni di investimento che con 87 miliardi di capitali investiti raggiunge nel 2019 il 13,8% del totale degli *asset*; tale quota è praticamente raddoppiata negli ultimi anni e rispetto al 2018 è aumentata di oltre 12 miliardi. Le prime venti compagnie detengono circa 81 miliardi investiti in quote di fondi comuni.

**Tabella 2.2 - Le prime 20 Compagnie di Assicurazione italiane per attivi gestiti di classe C (escluse *Linked* e Fondi Pensione) - Settore VITA anno 2019 (valori in milioni)**

| COMPAGNIA DI ASSICURAZIONE | Totale ATTIVO  | Market share | INVESTIMENTI DI CLASSE C |                |                                       |                                       |                          | ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO * |
|----------------------------|----------------|--------------|--------------------------|----------------|---------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------|------------------------------|
|                            |                |              | Terreni e fabbricati     | Azioni e quote | Obbligazioni e titoli a reddito fisso | Quote di fondi comuni di investimento | Finanziamenti e depositi |                              |
| (1)                        | (2)            | (3)          | (4)                      | (5)            | (6)                                   | (7)                                   | (8)                      | (9)                          |
| POSTE VITA                 | 129.751        | 20,5%        | -                        | 0,2            | 71,7                                  | 24,5                                  | -                        | 3,7                          |
| INTESA SANPAOLO VITA       | 74.693         | 11,8%        | -                        | 1,7            | 79,8                                  | 14,1                                  | 0,0                      | 4,3                          |
| GENERALI ITALIA            | 66.043         | 10,5%        | 0,0                      | 11,1           | 69,0                                  | 12,4                                  | 0,2                      | 7,3                          |
| ALLEANZA ASSICURAZIONI     | 38.486         | 6,1%         | -                        | 4,7            | 52,7                                  | 24,9                                  | 2,6                      | 15,1                         |
| GENERTELLIFE               | 29.188         | 4,6%         | -                        | 4,5            | 78,0                                  | 11,5                                  | 0,0                      | 6,0                          |
| UNIPOLSAI ASSICURAZIONI    | 28.623         | 4,5%         | 0,1                      | 4,8            | 84,3                                  | 5,5                                   | 0,3                      | 4,9                          |
| ALLIANZ                    | 22.729         | 3,6%         | -                        | 2,8            | 87,1                                  | 4,7                                   | 0,8                      | 4,5                          |
| ASSICURAZIONI GENERALI     | 22.691         | 3,6%         | -                        | 55,2           | 3,9                                   | 9,4                                   | 21,8                     | 9,7                          |
| BNP PARIBAS CARDIF VITA    | 21.214         | 3,4%         | -                        | 0,8            | 77,9                                  | 17,5                                  | 0,0                      | 3,8                          |
| CREDIT AGRICOLE VITA       | 16.402         | 2,6%         | -                        | 4,1            | 75,7                                  | 15,5                                  | -                        | 4,7                          |
| AXA MPS ASSICURAZIONI VITA | 15.923         | 2,5%         | 0,1                      | 4,0            | 79,7                                  | 11,8                                  | 0,1                      | 4,3                          |
| AVIVA VITA                 | 13.452         | 2,1%         | -                        | 0,6            | 89,4                                  | 5,1                                   | 0,0                      | 4,9                          |
| ZURICH INVESTMENTS LIFE    | 11.638         | 1,8%         | -                        | 4,6            | 82,1                                  | 7,9                                   | 0,1                      | 5,2                          |
| EUROVITA                   | 11.402         | 1,8%         | -                        | 0,5            | 73,4                                  | 11,3                                  | 1,5                      | 13,3                         |
| AVIVA                      | 10.562         | 1,7%         | -                        | 1,6            | 86,9                                  | 5,6                                   | 0,2                      | 5,7                          |
| CREDITRAS VITA             | 9.714          | 1,5%         | -                        | 0,3            | 82,9                                  | 1,9                                   | 0,0                      | 14,9                         |
| ARCA VITA                  | 8.890          | 1,4%         | 0,4                      | 1,4            | 92,7                                  | 1,6                                   | 0,0                      | 3,9                          |
| FIDEURAM VITA              | 7.263          | 1,1%         | -                        | 0,5            | 74,6                                  | 7,6                                   | 0,0                      | 17,3                         |
| LOMBARDA VITA              | 6.988          | 1,1%         | -                        | 0,1            | 92,8                                  | 2,8                                   | -                        | 4,3                          |
| VERA VITA                  | 6.794          | 1,1%         | -                        | 0,9            | 92,4                                  | 1,3                                   | -                        | 5,3                          |
| <b>Subtotale</b>           | <b>552.445</b> | <b>87,4%</b> | <b>81</b>                | <b>29.086</b>  | <b>401.305</b>                        | <b>81.038</b>                         | <b>6.580</b>             | <b>34.355</b>                |
| <b>Comp. % subtotale</b>   |                |              | <b>0,0</b>               | <b>5,3</b>     | <b>72,6</b>                           | <b>14,7</b>                           | <b>1,2</b>               | <b>6,2</b>                   |
| <b>TOTALE MERCATO</b>      | <b>631.747</b> |              | <b>410</b>               | <b>31.426</b>  | <b>465.258</b>                        | <b>87.465</b>                         | <b>6.729</b>             | <b>40.459</b>                |
| <b>Comp. % Totale</b>      |                |              | <b>0,1</b>               | <b>5,0</b>     | <b>73,6</b>                           | <b>13,8</b>                           | <b>1,1</b>               | <b>6,4</b>                   |

\* Gli altri elementi dell'attivo comprendono: gli attivi immateriali, le riserve tecniche a carico dei riassicuratori, i crediti, i ratei e i risconti ed altri attivi

Analizzando più dettagliatamente gli investimenti in Azioni e Quote di partecipazione in società (cfr. colonna 5 *tabella 2.2* e *tabella 2.3*) si nota che per le prime 20 compagnie questa tipologia di investimento rappresenta il 5,3% del totale (*tavola 2.2*).

Per la maggior parte delle imprese si tratta di investimenti in partecipazioni di imprese per più del 75% di questa tipologia di investimento. Le compagnie che nel complesso investono maggiormente in Azioni e Quote sono Assicurazioni Generali e Generali Italia che insieme allocano quasi 20 miliardi in questo comparto (oltre il 60% del totale settore). Tra le azioni, la maggioranza è rappresentata da investimenti in Azioni quotate (*tabella 2.3*).

**Tabella 2.3 - Le prime 20 Compagnie di Assicurazione italiane per attivi gestiti di classe C (escluse *Linked* e Fondi Pensione) – settore VITA anno 2019**

*Dettaglio degli investimenti in Azioni e quote (valori in milioni)*

| COMPAGNIA DI ASSICURAZIONE | Totale Azioni e quote | Market share  | Azioni e quote di imprese | Azioni quotate | Azioni non quotate | Quote        |
|----------------------------|-----------------------|---------------|---------------------------|----------------|--------------------|--------------|
| (1)                        | (2)                   | (3)           | (4)                       | (5)            | (6)                | (7)          |
| POSTE VITA                 | 214                   | 0,7%          | 95,9                      | 4,1            | -                  | -            |
| INTESA SANPAOLO VITA       | 1.281                 | 4,1%          | 16,5                      | 81,9           | -                  | 1,6          |
| GENERALI ITALIA            | 7.315                 | 23,3%         | 72,2                      | 27,4           | 0,3                | 0,2          |
| ALLEANZA ASSICURAZIONI     | 1.826                 | 5,8%          | 35,0                      | 65,0           | 0,0                | -            |
| GENERTELLIFE               | 1.326                 | 4,2%          | 41,4                      | 58,3           | 0,2                | -            |
| UNIPOLSAI ASSICURAZIONI    | 1.388                 | 4,4%          | 71,5                      | 21,2           | 7,2                | -            |
| ALLIANZ                    | 647                   | 2,1%          | 92,2                      | 6,3            | -                  | 1,5          |
| ASSICURAZIONI GENERALI     | 12.518                | 39,8%         | 99,9                      | 0,1            | 0,0                | 0,1          |
| BNP PARIBAS CARDIF VITA    | 164                   | 0,5%          | 13,3                      | 69,3           | 17,4               | -            |
| CREDIT AGRICOLE VITA       | 665                   | 2,1%          | 0,0                       | 98,3           | 1,7                | -            |
| AXA MPS ASSICURAZIONI VITA | 643                   | 2,0%          | 50,2                      | 44,7           | 5,1                | -            |
| AVIVA VITA                 | 77                    | 0,2%          | 0,0                       | 88,4           | 11,6               | -            |
| ZURICH INVESTMENTS LIFE    | 541                   | 1,7%          | -                         | 100,0          | -                  | -            |
| EUROVITA                   | 52                    | 0,2%          | 55,5                      | -              | 44,5               | -            |
| AVIVA                      | 173                   | 0,6%          | 0,0                       | 93,1           | 6,9                | -            |
| CREDITRAS VITA             | 32                    | 0,1%          | 55,9                      | 44,1           | -                  | -            |
| ARCA VITA                  | 121                   | 0,4%          | 100,0                     | -              | -                  | -            |
| FIDEURAM VITA              | 36                    | 0,1%          | 0,7                       | 99,3           | -                  | -            |
| LOMBARDA VITA              | 5                     | 0,0%          | 0,0                       | 100,0          | -                  | -            |
| VERA VITA                  | 64                    | 0,2%          | 97,7                      | 2,3            | -                  | -            |
| <b>Subtotale</b>           | <b>29.086</b>         | <b>92,6%</b>  | <b>21.549</b>             | <b>7.245</b>   | <b>242</b>         | <b>49</b>    |
| <b>Comp. % subtotale</b>   |                       |               | <b>74,1</b>               | <b>24,9</b>    | <b>0,8</b>         | <b>0,2</b>   |
| <b>TOTALE MERCATO</b>      | <b>31.426</b>         | <b>100,0%</b> | <b>22.462</b>             | <b>7.529</b>   | <b>293</b>         | <b>1.141</b> |
| <b>Comp. % Totale</b>      |                       |               | <b>71,5</b>               | <b>24,0</b>    | <b>0,9</b>         | <b>3,6</b>   |

Nella **tabella 2.4** si riporta il dettaglio dell'investimento in obbligazioni e titoli a reddito fisso per i quali risulta che quasi la totalità (98%) è rappresentata da titoli quotati. Poste Vita, Intesa Sanpaolo Vita e Generali Italia detengono quasi 200 miliardi di obbligazioni e altri titoli per una quota di mercato pari a circa il 43%. Intesa Sanpaolo Vita investe circa il 3% dei propri titoli a reddito fisso in obbligazioni emesse da imprese rispetto a una media di mercato pari allo 0,7%.

Ad eccezione degli investimenti in Fondi Comuni tradizionali e alternativi, la restante parte degli asset è gestita direttamente dalle compagnie; visti i tassi d'interesse dei titoli obbligazionari è plausibile immaginare che la quota investita in OICR, soprattutto alternativi, possa aumentare nei prossimi anni al fine di garantire rendimenti maggiormente in linea con le passività.

Per avere informazioni aggiuntive sulle tipologie di OICR si può ricorrere ai dati desunti dai bilanci *Solvency II* da cui si evince (**tabella 2.5**) come l'investimento prevalente, in aumento rispetto al 2018, sia quello in Fondi di debito (con un peso nel 2019 del 36,8%; era 32,3% nel 2018) seguito dall'investimento in Fondi di *asset allocation* con un'incidenza del 18,1%, in lieve calo rispetto al 21,6% del 2018.

**Tabella 2.4 - Le prime 20 Compagnie di Assicurazione italiane per attivi gestiti di classe C (escluse *Linked* e Fondi Pensione), settore VITA Dettaglio degli investimenti in obbligazioni e titoli a reddito fisso (valori in milioni)**

| COMPAGNIA DI ASSICURAZIONE | Obbligazioni e titoli a reddito fisso | Market share  | Obbligazioni emesse da imprese | Titoli quotati | Titoli non quotati | Convertibili |
|----------------------------|---------------------------------------|---------------|--------------------------------|----------------|--------------------|--------------|
| (1)                        | (2)                                   | (3)           | (4)                            | (5)            | (6)                | (7)          |
| POSTE VITA                 | 93.011                                | 20,0%         | -                              | 99,9           | 0,1                | -            |
| INTESA SANPAOLO VITA       | 59.604                                | 12,8%         | 3,2                            | 96,5           | 0,3                | -            |
| GENERALI ITALIA            | 45.588                                | 9,8%          | 0,5                            | 96,1           | 2,9                | 0,6          |
| ALLEANZA ASSICURAZIONI     | 20.263                                | 4,4%          | 0,2                            | 96,7           | 2,6                | 0,4          |
| GENERTELLIFE               | 22.762                                | 4,9%          | 0,1                            | 99,1           | 0,4                | 0,3          |
| UNIPOLSAI ASSICURAZIONI    | 24.135                                | 5,2%          | 0,0                            | 98,4           | 1,6                | 0,0          |
| ALLIANZ                    | 19.806                                | 4,3%          | 0,7                            | 97,4           | 1,6                | 0,3          |
| ASSICURAZIONI GENERALI     | 888                                   | 0,2%          | -                              | 94,9           | 5,1                | -            |
| BNP PARIBAS CARDIF VITA    | 16.527                                | 3,6%          | 0,4                            | 99,0           | 0,6                | -            |
| CREDIT AGRICOLE VITA       | 12.416                                | 2,7%          | 2,1                            | 97,9           | -                  | -            |
| AXA MPS ASSICURAZIONI VITA | 12.692                                | 2,7%          | -                              | 94,5           | 5,5                | 0,0          |
| AVIVA VITA                 | 12.026                                | 2,6%          | -                              | 97,9           | 2,1                | -            |
| ZURICH INVESTMENTS LIFE    | 9.560                                 | 2,1%          | -                              | 99,7           | 0,3                | -            |
| EUROVITA                   | 8.369                                 | 1,8%          | -                              | 92,8           | 7,2                | -            |
| AVIVA                      | 9.179                                 | 2,0%          | -                              | 97,5           | 2,5                | -            |
| CREDITRAS VITA             | 8.057                                 | 1,7%          | -                              | 99,4           | 0,4                | 0,2          |
| ARCA VITA                  | 8.239                                 | 1,8%          | 0,1                            | 99,4           | 0,5                | -            |
| FIDEURAM VITA              | 5.419                                 | 1,2%          | -                              | 99,4           | 0,6                | -            |
| LOMBARDA VITA              | 6.488                                 | 1,4%          | -                              | 100,0          | 0,0                | -            |
| VERA VITA                  | 6.276                                 | 1,3%          | -                              | 99,5           | 0,5                | -            |
| <b>Subtotale</b>           | <b>401.305</b>                        | <b>86,3%</b>  | <b>2.689</b>                   | <b>393.149</b> | <b>4.988</b>       | <b>480</b>   |
| <b>Comp. % subtotale</b>   |                                       |               | <b>0,7</b>                     | <b>98,0</b>    | <b>1,2</b>         | <b>0,1</b>   |
| <b>TOTALE MERCATO</b>      | <b>465.258</b>                        | <b>100,0%</b> | <b>2.732</b>                   | <b>456.328</b> | <b>5.719</b>       | <b>480</b>   |
| <b>Comp. % Totale</b>      |                                       |               | <b>0,6</b>                     | <b>98,1</b>    | <b>1,2</b>         | <b>0,1</b>   |

**Tabella 2.5 - Distribuzione dei fondi di investimento OICR a fine 2019 (esclusi i contratti *Linked*)**

| Tipologia di Fondi Comuni di Investimento | Distribuzione % 2018 | Distribuzione % 2019 |
|---|----------------------|----------------------|
| Fondi azionari                            | 6,20%                | 7,10%                |
| Fondi di debito                           | 32,30%               | 36,80%               |
| Fondi del mercato monetario               | 4,00%                | 8,80%                |
| Fondi di <i>asset allocation</i>          | 21,60%               | 18,10%               |
| Fondi immobiliari                         | 16,70%               | 10,50%               |
| Fondi alternativi                         | 5,30%                | 3,90%                |
| Fondi di <i>private equity</i>            | 2,10%                | 2,80%                |
| Fondi infrastrutturali                    | 1,90%                | 3,10%                |
| Altro                                     | 9,90%                | 9,00%                |
| <b>Totale</b>                             | <b>100,00%</b>       | <b>100,00%</b>       |

Fonte: stime ANIA su dati del bilancio Solvency II

### 3. I Fondi Pensione Aperti (FPA): iscritti, patrimoni e gestori

A fine 2019 sono **41 i Fondi Pensione Aperti operativi**, in riduzione di due unità rispetto al 2018; invariato invece il numero delle società operative nel settore (34). Nonostante continui il trend di crescita degli iscritti, 1.515.898 a fine 2019 (+6,1% sul 2018), sfiorano quota 600.000 le posizioni che nel corso del 2019 non sono state alimentate da contributi. Analogamente a quanto riscontrato nell'anno precedente, il fenomeno è maggiormente diffuso tra i lavoratori autonomi, di cui il 47% non ha versato contributi nell'anno in esame; in leggera diminuzione, ma comunque di entità significativa, la quota di lavoratori dipendenti non versanti che si attesta al 27% (era il 29% a fine 2018).

Nella **tabella 3.1**, vengono riportati i primi 10 Gruppi che gestiscono e distribuiscono fondi pensione aperti classificati per **numero di posizioni in essere** che rappresentano **oltre l'85%** del totale di mercato.

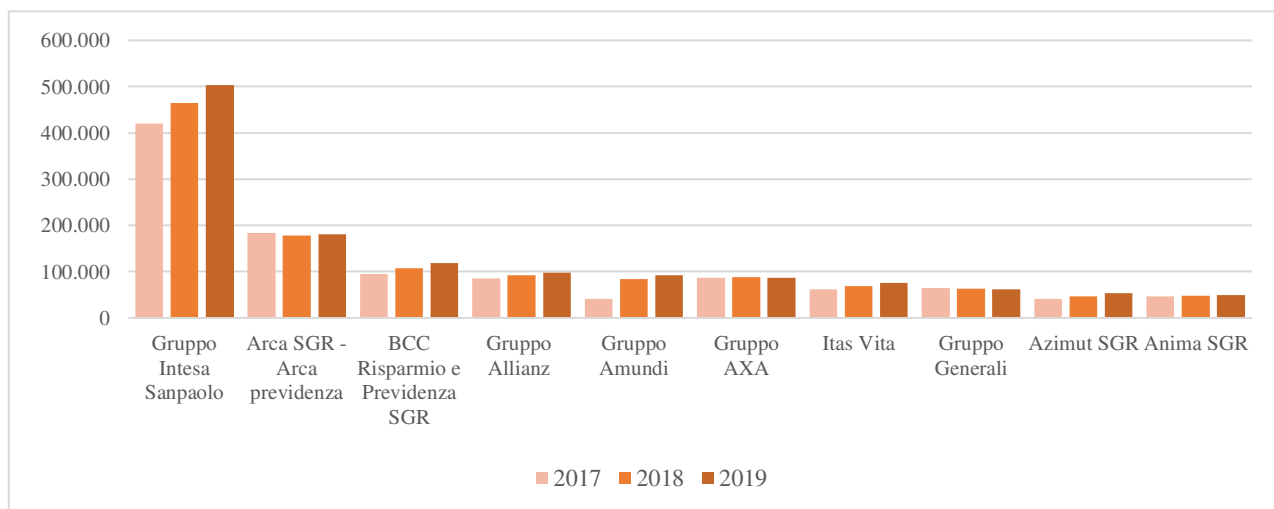
**Tabella 3.1 - I primi 10 Gruppi gestori di fondi aperti per numero di posizioni in essere 2019-2018**

| <b>FONDO PENSIONE APERTO</b>          | <b>POSIZIONI IN ESSERE 2019</b> | <b>POSIZIONI IN ESSERE 2018</b> |
|---------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| <b>Gruppo Intesa Sanpaolo</b>         | <b>502.921</b>                  | <b>464.023</b>                  |
| Il mio domani                         | 395.636                         | 363.785                         |
| Fideuram - Fideuram Vita              | 73.311                          | 65.178                          |
| Previdsystem                          | 30.323                          | 31.771                          |
| Giustiniano                           | 3.651                           | 3.289                           |
| <b>Arca SGR - Arca previdenza</b>     | <b>180.456</b>                  | <b>177.595</b>                  |
| <b>BCC Risparmio e Previdenza SGR</b> | <b>118.744</b>                  | <b>107.866</b>                  |
| <b>Gruppo Allianz</b>                 | <b>98.276</b>                   | <b>92.062</b>                   |
| Allianz previdenza                    | 73.274                          | 67.653                          |
| Insieme                               | 22.799                          | 22.104                          |
| Unicredit - Creditras vita            | 2.203                           | 2.305                           |
| <b>Amundi SGR</b>                     | <b>92.592</b>                   | <b>84.257</b>                   |
| Seconda Pensione                      | 78.710                          | 77.242                          |
| Core Pension                          | 13.882                          | 7.015                           |
| <b>Gruppo AXA</b>                     | <b>87.391</b>                   | <b>87.551</b>                   |
| Axa-Mps previdenza per te             | 71.512                          | 71.184                          |
| Axa-Mps previdenza aziende            | 14.175                          | 14.653                          |
| Axa-Ass                               | 1.704                           | 1.714                           |
| <b>Itas Vita</b>                      | <b>75.975</b>                   | <b>68.151</b>                   |
| <b>Gruppo Generali</b>                | <b>62.270</b>                   | <b>63.932</b>                   |
| Generali global                       | 51.077                          | 52.233                          |
| Almeglio - Alleanza                   | 11.193                          | 11.699                          |
| <b>Azimut SGR</b>                     | <b>53.153</b>                   | <b>47.275</b>                   |
| <b>Anima SGR</b>                      | <b>48.750</b>                   | <b>47.618</b>                   |
| <b>TOTALE</b>                         | <b>1.320.528</b>                | <b>1.240.330</b>                |

Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati COVIP

La **figura 3.1** evidenzia l'evoluzione delle posizioni in essere, per società istituttrice, tra il 2017 e il 2019.

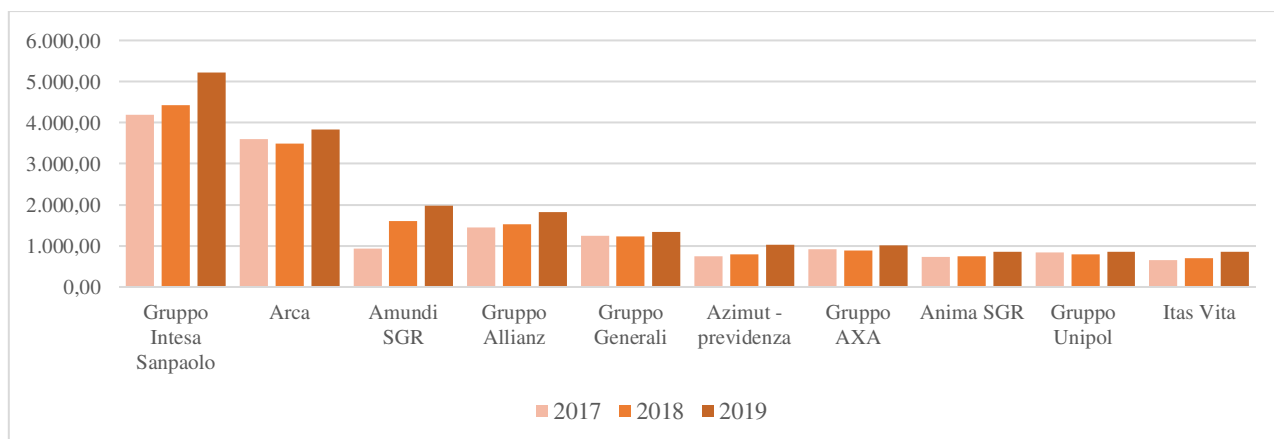
**Figura 3.1 - I primi 10 Gruppi gestori di fondi aperti per numero di posizioni in essere anni 2017-2018-2019**



Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati COVIP

**L'attivo netto destinato alle prestazioni** a fine 2019 si attesta a **22,8 miliardi** di euro, in forte aumento rispetto all'anno precedente (+16,4%). Analizzando la composizione degli iscritti e quindi il dato sulle rispettive contribuzioni, alla fine del 2019, si conferma al 7% la crescita del numero delle posizioni relative ai lavoratori dipendenti, adesioni raccolte principalmente su base individuale, contro un aumento del 2% dei lavoratori autonomi. Il flusso contributivo raccolto dai fondi pensioni aperti che, nel 2019, ammonta a 2,2 miliardi di euro, riflette la rilevante quota che occupano i lavoratori dipendenti all'interno di questa tipologia di fondi con una quota versata di 1,4 miliardi di euro, di cui il 43% è costituito dal versamento del TFR. Analogamente a quanto rilevato per il 2018, risulta in leggero aumento la contribuzione annuale media degli iscritti versanti che si attesta a **2.340 euro** (2.290 nel 2018), evidenziando un contributo medio di poco superiore per i lavoratori autonomi (2.540 euro) rispetto ai lavoratori dipendenti (2.480 euro) Nella **figura 3.2** e nella **tabella 3.2** sono rappresentati, **per patrimonio**, i primi 10 Gruppi che offrono fondi pensione aperti e che coprono oltre l'82% del totale.

**Figura 3.2 - I primi 10 Gruppi gestori di fondi aperti per patrimonio anni 2017-2018-2019 (valori in milioni di euro)**



Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati COVIP



Relativamente alla **gestione delle risorse dei fondi aperti** non si segnalano particolari variazioni sull'anno precedente: rimane infatti rilevante la presenza delle **imprese di assicurazione** cui fa capo una quota di mercato che sfiora il **57%**. La restante parte è divisa tra i fondi istituiti da società di gestione del risparmio (39,9%) e in via residuale dall'unica banca presente nel settore. Nonostante una profonda differenza nelle performance dei mercati finanziari tra il 2018 e il 2019, rimane pressoché inalterata l'allocazione dell'attivo netto in gestione dei fondi aperti: il 45,7% è assorbito dai comparti bilanciati, seguiti da quelli azionari (21,3%), da quelli garantiti (20,2%) e per un 13% dai comparti obbligazionari. Da segnalare che spesso la gestione delle risorse di quei fondi che fanno capo a società di gestione del risparmio del gruppo sono affidate alle stesse società che li hanno istituiti, come ad esempio nel caso dei fondi di Arca gestiti dall'omonima società; del gruppo Axa le cui risorse sono gestite da Axa IM o per i fondi del Gruppo Intesa Sanpaolo la cui gestione finanziaria è affidata alle SGR del gruppo, Epsilon SGR, Eurizon Capital SGR e Fideuram.

**Tabella. 3.2 - I primi 10 Gruppi gestori di fondi aperti per patrimonio 2019-2018 (valori in milioni di euro)**

| <b>FONDO PENSIONE APERTO</b>  | <b>PATRIMONIO<br/>(andp - mln di €)<br/>2019</b> | <b>PATRIMONIO<br/>(andp - mln di €)<br/>2018</b> |
|-------------------------------|--|--|
| <b>Gruppo Intesa Sanpaolo</b> | <b>5.226,7</b>                                   | <b>4.419,41</b>                                  |
| Il mio domani                 | 2.672,9  | 2.241,66   |
| Fideuram                      | 1.708,4  | 1.370,37   |
| Previdsystem                  | 757,0  | 731,73   |
| Giustiniano                   | 88,4   | 75,64  |
| <b>Arca SGR</b>               | <b>3.825,3</b>                                   | <b>3.487,70</b>                                  |
| <b>Amundi SGR</b>             | <b>1.982,8</b>                                   | <b>1.607,92</b>                                  |
| Seconda pensione              | 1.794,9  | 1.544,00   |
| Core Pension                  | 187,9  | 63,92  |
| <b>Gruppo Allianz</b>         | <b>1.829,3</b>                                   | <b>1.519,62</b>                                  |
| Allianz previdenza            | 1.295,7  | 1.076,74   |
| Insieme                       | 489,7  | 402,19   |
| Unicredit - Creditras vita    | 43,9   | 40,69  |
| <b>Gruppo Generali</b>        | <b>1.339,5</b>                                   | <b>1.228,45</b>                                  |
| Generali global               | 1.209,7  | 1.107,87   |
| Almeglio - Alleanza           | 129,8  | 120,58   |
| <b>Azimut - previdenza</b>    | <b>1.021,4</b>                                   | <b>795,11</b>                                    |
| <b>Gruppo AXA</b>             | <b>1.012,4</b>                                   | <b>889,74</b>                                    |
| Axa-mps previdenza per te     | 802,5  | 700,81   |
| Axa-mps previdenza aziende    | 183,2  | 164,87   |
| Axa-ass                       | 26,7   | 24,06  |
| <b>Anima SGR</b>              | <b>861,7</b>                                     | <b>753,55</b>                                    |
| <b>Gruppo Unipol</b>          | <b>853,5</b>                                     | <b>797,52</b>                                    |
| <b>Itas Vita</b>              | <b>852,6</b>                                     | <b>705,47</b>                                    |
| <b>TOTALE</b>                 | <b>18.805,2</b>                                  | <b>16.204,49</b>                                 |

*Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati COVIP*

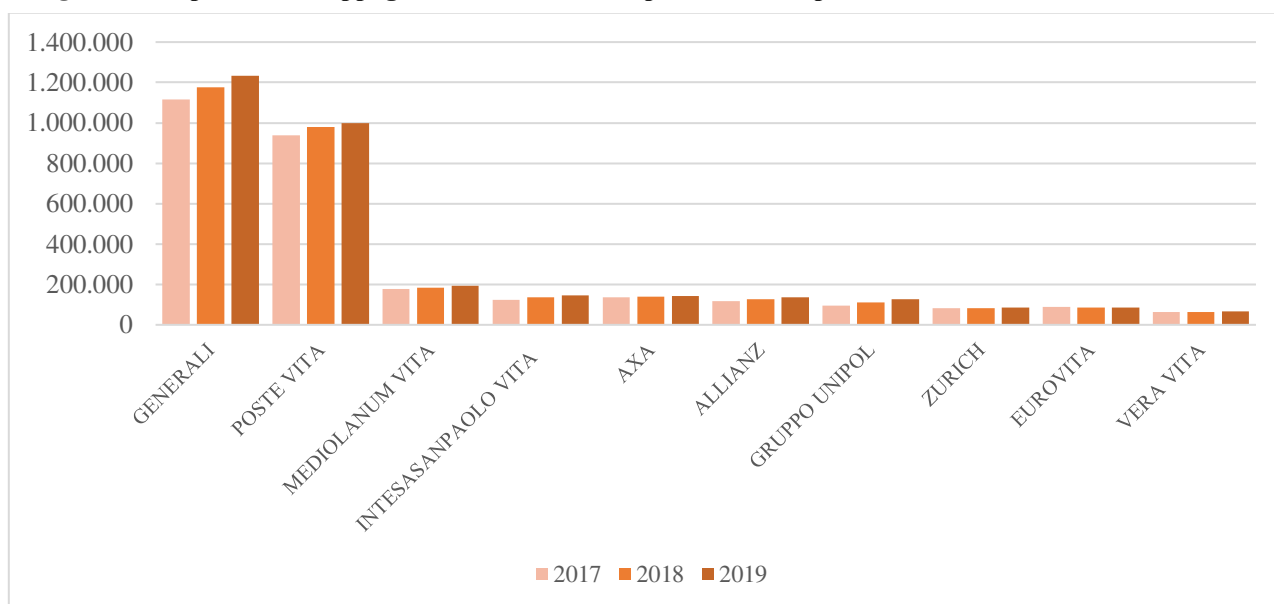
#### 4. I Piani Individuali Pensionistici (PIP): iscritti, patrimoni e gestori

**Iscritti:** A fine 2019 i **PIP** contavano un totale di **3.618.291 iscritti**, di cui **3.264.183 aderenti** ai PIP “nuovi” (cioè costituiti o adeguati al d.lgs. 252/2005), che raccolgono il 90,2% degli aderenti ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo. La crescita delle adesioni ai PIP “nuovi” risulta, seppur positiva, in contrazione anche per il 2019 (+4,3%) analogamente a quanto rilevato nel 2018 (+5,4%) e nel 2017 (+7,6%). Da segnalare l’aumento del 6,6% di iscritti ai PIP che detengono simultaneamente una posizione in essere in altra forma pensionistica. Consistente anche l’aumento delle posizioni non alimentate da contributi (34% del totale), con un aumento dell’8% sul 2018.

**Il numero dei PIP attivi:** nel seguito verranno riportati i dati riferiti esclusivamente ai PIP “nuovi” (ciò anche in ragione della preclusione per i PIP “vecchi” di raccogliere nuove adesioni e conferire il TFR). A fine 2019 sono 70 i **PIP “nuovi”** operativi nel settore, numerosità invariata rispetto al 2018 ma di questi, 30 sono chiusi al collocamento e 2 hanno cessato la loro attività nel corso del 2019; invariato anche il numero delle imprese attive nel settore, pari a 33.

**I primi 10 Gruppi** operanti nel settore dei PIP “nuovi” classificati per numero di posizioni in essere, che rappresentano circa il 94% del totale, sono rappresentati nella **tabella 4.1**; la **figura 4.1** evidenzia graficamente la distribuzione delle posizioni in essere. Si segnala il cambio di posizione di Intesa San Paolo Vita che supera AXA e si attesta al 4° posto.

**Figura 4.1 - I primi 10 Gruppi gestori di PIP “nuovi” per numero di posizioni in essere anni 2017-2018-2019**



Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati COVIP

**Tabella 4.1 - I primi 10 Gruppi gestori di PIP “nuovi” per numero di posizioni in essere 2019-2018**

| PIP “NUOVI”                         | POSIZIONI IN ESSERE 2019 | POSIZIONI IN ESSERE 2018 | PIP “NUOVI”            | POSIZIONI IN ESSERE 2019 | POSIZIONI IN ESSERE 2018 |
|-------------------------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <b>GENERALI</b>                     | <b>1.233.879</b>         | <b>1.175.393</b>         | <b>GRUPPO UNIPOL</b>   | <b>126.702</b>           | <b>111.453</b>           |
| Alleata Previdenza - Alleanza       | 575.953                  | 533.887                  | Unipol Futuro Presente | 85.847                   | 88.550                   |
| Generafuturo                        | 230.691                  | 194.381                  | Previdenza futura      | 40.855                   | 22.903                   |
| Valore Pensione - Generali Italia   | 174.324                  | 182.093                  | Fondiaria più pensione | -                        | -                        |
| Ina Assitalia Primo                 | 160.066                  | 172.033                  | Integrazione pensione  | -                        | -                        |
| BG previdenza attiva - Genertellife | 29.062                   | 27.443                   | Più pensione           | -                        | -                        |
| Pensioneline - Genertellife         | 26.879                   | 26.333                   | Unipolsai              | -                        | -                        |
| Futuro Attivo - Genertellife        | 22.891                   | 24.543                   | <b>ZURICH</b>          | <b>85.451</b>            | <b>83.771</b>            |
| Vivipensione - Generali Italia      | 13.880                   | 14.539                   | Vivipensione           | 67.141                   | 65.550                   |
| Nuova Pensione - Genertellife       | 133                      | 141                      | Programma pensione     | 9.511                    | 9.349                    |
| <b>POSTE VITA</b>                   | <b>998.827</b>           | <b>978.575</b>           | Futuro pensione        | 8.799                    | 8.872                    |
| <b>MEDIOLANUM VITA</b>              | <b>193.145</b>           | <b>184.478</b>           | <b>EUROVITA</b>        | <b>84.732</b>            | <b>86.838</b>            |
| <b>INTESASANPAOLO VITA</b>          | <b>144.910</b>           | <b>136.514</b>           | PP BayerischeT 4036    | 31.072                   | 31.877                   |
| Il mio futuro                       | 127.014                  | 117.836                  | PP BayerischeT 4046    | 24.929                   | 25.460                   |
| Pip progetto pensione               | 12.643                   | 13.183                   | PP BayerischeT 4026    | 18.551                   | 18.988                   |
| Vita&previdenza più                 | 5.253                    | 5.495                    | NG nuova generazione   | 7.226                    | 7.567                    |
| <b>AXA</b>                          | <b>143.789</b>           | <b>139.955</b>           | Pensione domani        | 1.824                    | 1.752                    |
| Axa Mps previdenza attiva           | 98.525                   | 97.431                   | Futuro per te          | 1.130                    | 1.194                    |
| Mia pensione                        | 21.786                   | 19.112                   | <b>VERA VITA</b>       | <b>65.279</b>            | <b>64.171</b>            |
| Axa Progetto Pensione               | 18.337                   | 18.309                   | Pensione sicura        | 52.525                   | 51.030                   |
| Axa Mps previdenza personale        | 5.141                    | 5.103                    | Vita previdenza        | 12.754                   | 13.141                   |
| <b>ALLIANZ</b>                      | <b>137.236</b>           | <b>128.004</b>           |                        |                          |                          |
| Orizzonte previdenza                | 130.806                  | 122.214                  |                        |                          |                          |
| Unicredit Creditras                 | 5.621                    | 4.892                    |                        |                          |                          |
| Elios previdenza                    | 809                      | 898                      |                        |                          |                          |
| <b>TOTALE primi 10 Gruppi</b>       |                          |                          |                        | <b>3.213.950</b>         | <b>3.089.152</b>         |

Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati COVIP

**Le risorse destinate alle prestazioni** segnano un forte incremento sul 2018 pari a +15,5% raggiungendo i **35,5 miliardi di euro**, che sommati ai 7,1 miliardi dei PIP “vecchi”, valgono **42,6 miliardi**. Per i PIP nuovi il flusso contributivo del 2019 è stato di circa 4,5 miliardi di euro (+5% rispetto all’anno precedente), di cui il 65% proveniente dai contributi versati da lavoratori dipendenti e per il 27% costituiti da TFR.

Come rilavato nel 2018, anche per l’anno in esame rimane marcata la predilezione degli iscritti per le “**gestioni separate**” di ramo I°, cui afferisce circa il **74,7%** delle risorse, mentre, il restante 25,3% è destinato alle linee di **ramo III°** di cui: per il 12% su linee azionarie (era il 10,4% nel 2018), 9,2% (era il 8,3% lo scorso anno) su linee bilanciate e il restante 4,2% in quelle obbligazionarie (nel 2018 era il 4,4%). In aumento il contributo medio annuale degli iscritti che per il 2019 si attesta a 2.030 euro rispetto ai 1.990 euro del 2018. Analogamente a quanto visto per i fondi pensione aperti e in linea con lo scorso anno, anche i PIP registrano un contributo medio degli autonomi più elevato rispetto a quello dei lavoratori dipendenti, anche se entrambi in aumento: per i primi si rileva, nel 2019, un contributo medio di 2.550 euro (2.500 euro nel 2018) contro un flusso contributivo di 1.970 euro per i secondi (1.930 lo scorso anno).

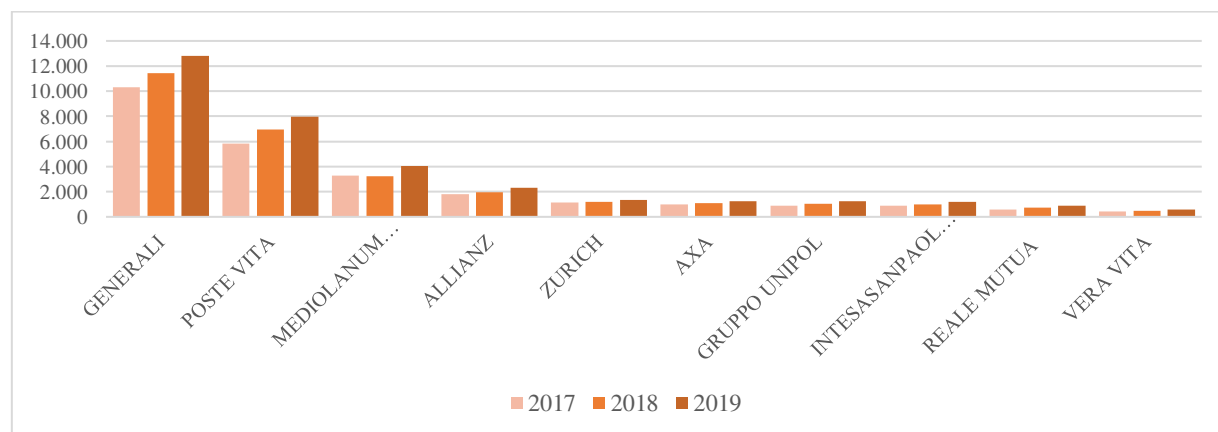
**La gestione** - Come avviene per i fondi pensione aperti, anche nel caso dei PIP la gestione delle risorse, è per la maggior parte realizzata dalle stesse imprese di assicurazione che li hanno istituiti o da soggetti dello stesso Gruppo, evidenziando una concentrazione marcata nel settore: circa l'80% del patrimonio è relativo a PIP delle società appartenenti a 5 gruppi assicurativi. Nella **tabella 4.2** e nella **figura 4.2** vengono elencati i primi 10 Gruppi che gestiscono i PIP “nuovi”, per patrimonio (ANDP) e che rappresentano il **94,74% del totale** di settore.

**Tabella 4.2 - I primi 10 Gruppi gestori di PIP “nuovi” per patrimonio (Andp in milioni di €) per il 2019-2018**

| PIP “NUOVI”                           | PATRIMONIO<br>2019 | PATRIMONIO<br>2018 | PIP “NUOVI”                     | PATRIMONIO<br>2019 | PATRIMONIO<br>2018 |
|---------------------------------------|--------------------|--------------------|---------------------------------|--------------------|--------------------|
| <b>GENERALI</b>                       | <b>12.818,6</b>    | <b>11.410,0</b>    | <b>GRUPPO UNIPOL</b>            | <b>1.248,0</b>     | <b>1.053,3</b>     |
| Alleata Previdenza - Alleanza         | 4.511,4            | 3.878,4            | Unipol Futuro Presente          | 1.058,2            | 977,7              |
| Valore Pensione - Generali Italia     | 2.829,1            | 2.703,3            | Previdenza futura               | 189,8              | 75,6               |
| Ina Assitalia Primo - Generali Italia | 2.253,9            | 2.229,6            | Fondiarria più pensione         | -                  | -                  |
| Generafuturo - Generali Italia        | 1.859,3            | 1.371,9            | Integrazione pensione           | -                  | -                  |
| BG previdenza attiva - Genertellife   | 656,1              | 559,1              | Più pensione                    | -                  | -                  |
| Pensionline- Genertellife             | 322,1              | 278,3              | Unipolsai                       | -                  | -                  |
| Vivi pensione - Generali Italia       | 194,5              | 184,4              | <b>INTESASANPAOLO VITA</b>      | <b>1.179,3</b>     | <b>977,7</b>       |
| Futuro attivo - Genertellife          | 189,5              | 202,2              | Il mio futuro                   | 739,2              | 577,5              |
| Nuova Pensione - Genertellife         | 2,7                | 2,7                | Pip progetto pensione           | 336,5              | 301,9              |
| <b>POSTE VITA</b>                     | <b>7.970,6</b>     | <b>6.966,2</b>     | Vita&previdenza più             | 103,6              | 98,3               |
| <b>MEDIOLANUM VITA</b>                | <b>4.048,3</b>     | <b>3.237,8</b>     | <b>REALE MUTUA</b>              | <b>870,1</b>       | <b>732,1</b>       |
| <b>ALLIANZ</b>                        | <b>2.301,1</b>     | <b>1.951,2</b>     | Cento stelle Reale              | 367,4              | 309,5              |
| Orizzonte previdenza                  | 2.236,6            | 1.899,6            | Cento stelle tax plan           | 175,1              | 147,3              |
| Unicredit Creditras                   | 54,4               | 40,2               | Feelgood Italiana assicurazioni | 127,5              | 96,5               |
| Elios previdenza                      | 10,1               | 11,4               | Planner                         | 97,8               | 83,2               |
| <b>ZURICH</b>                         | <b>1.341,6</b>     | <b>1.189,6</b>     | Domani sicuro plus              | 67,2               | 60,4               |
| Vivipensione                          | 976,0              | 874,2              | Progetto pensione sicura        | 20,1               | 20,5               |
| Programma pensione                    | 192,2              | 157,4              | Domani sicuro                   | 15,0               | 14,8               |
| Futuro pensione                       | 173,4              | 158,0              | <b>VERA VITA</b>                | <b>582,3</b>       | <b>495,1</b>       |
| <b>AXA</b>                            | <b>1.251,2</b>     | <b>1.079,1</b>     | Pensione sicura                 | 429,0              | 351,8              |
| Axa Mps previdenza attiva             | 642,7              | 551,2              | Vera Vita previdenza            | 153,3              | 143,3              |
| Axa progetto pensione                 | 319,1              | 300,1              |                                 |                    |                    |
| Mia pensione                          | 194,8              | 146,8              |                                 |                    |                    |
| Axa Mps previdenza personale          | 94,6               | 81,0               |                                 |                    |                    |
| <b>TOTALE primi 10 Gruppi</b>         |                    |                    |                                 | <b>33.611,1</b>    | <b>29.091,9</b>    |

Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati COVIP

**Figura 4.2 - I primi 10 Gruppi gestori di PIP “nuovi” per patrimonio (in milioni di euro) anni 2017-2018-2019**



Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati COVIP

## 5. I Fondi Pensione Negoziali (FPN): attività, iscritti, patrimoni e gestori

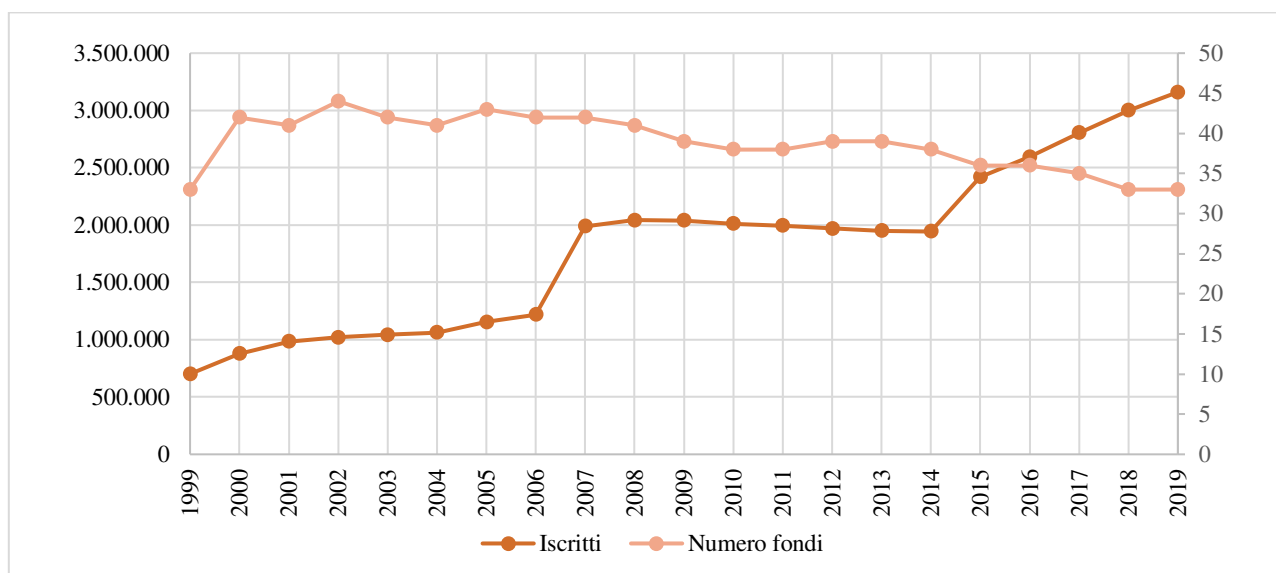
A fine 2019 i **33 Fondi** Pensione di natura **Negoziale** operanti nel Paese contavano **3.163.048<sup>9</sup> iscritti**; rispetto all'anno precedente si conferma il trend di crescita del numero totale degli iscritti (+5,4%). L'incremento delle adesioni, come negli anni precedenti, è per buona parte dovuto alle nuove adesioni contrattuali che alimentano ulteriormente i Fondi Prevedi, Eurofer, Priamo, Previambiente, Perseo Sirio, Previdenza Cooperativa, Fondapi, Byblos, Solidarietà Veneto e Astri, ai quali dal 2019 si è aggiunto Laborfonds.

La **tabella 5.1** e la **figura 5.1** riportano l'evoluzione dei Fondi Pensione Negoziali dal 1999 al 2019, sia in termini di numero di fondi esistenti sia in termini di iscritti. Rispetto allo scorso anno il numero di fondi è rimasto invariato e pari a 33. La serie storica evidenzia un riallineamento del numero di fondi a 33 unità rispetto al 1999, mentre il numero massimo di realtà negoziali esistenti è stato raggiunto nel 2002 con 44 fondi. Salvo l'importante incremento da 33 a 42 fondi del biennio 1999/2000, la forbice numerica è stata più o meno costante negli anni.

**Tabella 5.1 - L'evoluzione dal 1999 al 2019 del numero di fondi e di iscritti**

| Anno | Numero Fondi | Iscritti  | Anno | Numero Fondi | Iscritti  | Anno | Numero Fondi | Iscritti  |
|------|--------------|-----------|------|--------------|-----------|------|--------------|-----------|
| 1999 | 33           | 701.127   | 2006 | 42           | 1.219.372 | 2013 | 39           | 1.950.552 |
| 2000 | 42           | 877.523   | 2007 | 42           | 1.988.639 | 2014 | 38           | 1.944.276 |
| 2001 | 41           | 984.567   | 2008 | 41           | 2.043.509 | 2015 | 36           | 2.419.103 |
| 2002 | 44           | 1.021.186 | 2009 | 39           | 2.040.150 | 2016 | 36           | 2.596.819 |
| 2003 | 42           | 1.042.381 | 2010 | 38           | 2.010.904 | 2017 | 35           | 2.804.633 |
| 2004 | 41           | 1.062.907 | 2011 | 38           | 1.994.280 | 2018 | 33           | 3.000.500 |
| 2005 | 43           | 1.155.168 | 2012 | 39           | 1.969.771 | 2019 | 33           | 3.160.206 |

**Figura 5.1 - L'evoluzione dal 1999 al 2019 del numero di fondi (scala dx) e di iscritti (scala sx)**



<sup>9</sup> Il dato differisce per 2.842 unità rispetto al totale iscritti riportato nella relazione COVIP per l'anno 2019, pari a 3.160.206 "posizioni in essere". La differenza è principalmente dovuta al fatto che i dati riportati nel presente capitolo sono stati rilevati direttamente dai bilanci ufficiali pubblicati sui siti istituzionali dei Fondi Pensione Negoziali.

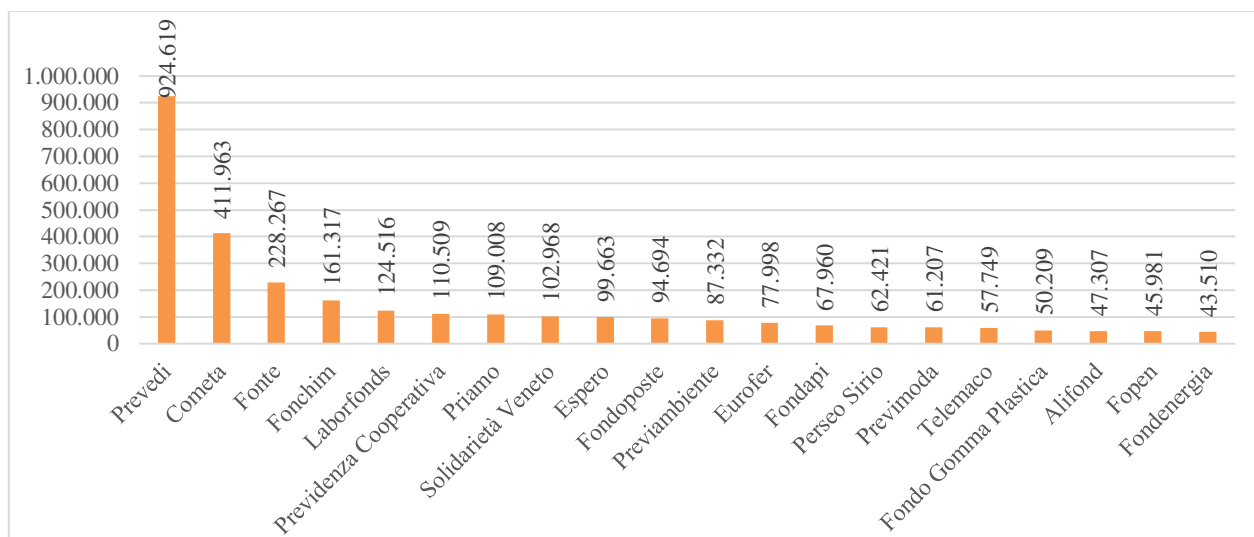
**Gli iscritti** - Il numero di iscritti nel 2006 era già quasi raddoppiato rispetto al 1999. Nel 2007 si è registrato un ulteriore notevole incremento dovuto all'entrata in vigore nel gennaio 2007 del D.lgs. 252/2005 e all'avvio del meccanismo di iscrizione tramite conferimento per **silenzio assenso** del TFR. Da allora, il numero degli iscritti è più o meno rimasto tale, fino ai primi mesi del 2015 quando il *trend*, come detto, si è invertito in funzione dell'introduzione del meccanismo di adesione contrattuale posto in essere dai fondi pensione sopra citati.

La **tabella 5.2** evidenzia i 33 fondi per tassi di crescita degli iscritti mentre la **figura 5.2** evidenzia i primi **20 Fondi Pensione Negoziali** classificati per numero di iscritti, che rappresentano **circa il 94%** del totale iscritti di sistema.

**Tabella 5.2 - Graduatoria fondi per tasso di crescita del numero di iscritti**

| Nome del Fondo     | Iscritti 2019 | Iscritti 2018 | Var. % | Nome del Fondo          | Iscritti 2019    | Iscritti 2018    | Var. %       |
|--------------------|---------------|---------------|--------|-------------------------|------------------|------------------|--------------|
| Perseo Sirio       | 62.421        | 46.044        | 35,57% | Pegaso                  | 32.513           | 32.086           | 1,33%        |
| Solidarietà Veneto | 102.968       | 87.920        | 17,12% | Mediafond               | 2.781            | 2.747            | 1,24%        |
| Fondaereo          | 7.298         | 6.501         | 12,26% | Fondo Gomma Plastica    | 50.209           | 49.768           | 0,89%        |
| Fondo Sanità       | 7.253         | 6.475         | 12,02% | Cometa                  | 411.963          | 408.830          | 0,77%        |
| Fondapi            | 67.960        | 60.745        | 11,88% | Fondemain (ex Fopadiva) | 7.187            | 7.143            | 0,62%        |
| Previambiente      | 87.332        | 79.133        | 10,36% | Alifond                 | 47.307           | 47.036           | 0,58%        |
| Prevedi            | 924.619       | 838.134       | 10,32% | Agrifondo               | 8.644            | 8.618            | 0,30%        |
| Prevaer            | 14.241        | 12.959        | 9,89%  | Fopen                   | 45.981           | 45.908           | 0,16%        |
| Astri              | 17.817        | 16.619        | 7,21%  | Telemaco                | 57.749           | 57.880           | -0,23%       |
| Eurofer            | 77.998        | 74.360        | 4,89%  | Previdenza Cooperativa  | 110.509          | 111.027          | -0,47%       |
| Fonte              | 228.267       | 219.677       | 3,91%  | Espero                  | 99.663           | 100.335          | -0,67%       |
| Fondenergia        | 43.510        | 42.083        | 3,39%  | Quadri e Capi Fiat      | 11.921           | 12.006           | -0,71%       |
| Priamo             | 109.008       | 105.828       | 3,00%  | Fondoposte              | 94.694           | 96.409           | -1,78%       |
| Laborfonds         | 124.516       | 121.255       | 2,69%  | Arco                    | 27.711           | 28.264           | -1,96%       |
| Previmoda          | 61.207        | 59.893        | 2,19%  | Foncer                  | 13.704           | 13.994           | -2,07%       |
| Byblos             | 37.134        | 36.353        | 2,15%  | Concreto                | 5.646            | 5.840            | -3,32%       |
| Fonchim            | 161.317       | 158.420       | 1,83%  | <b>Totale</b>           | <b>3.163.048</b> | <b>3.000.290</b> | <b>5,42%</b> |

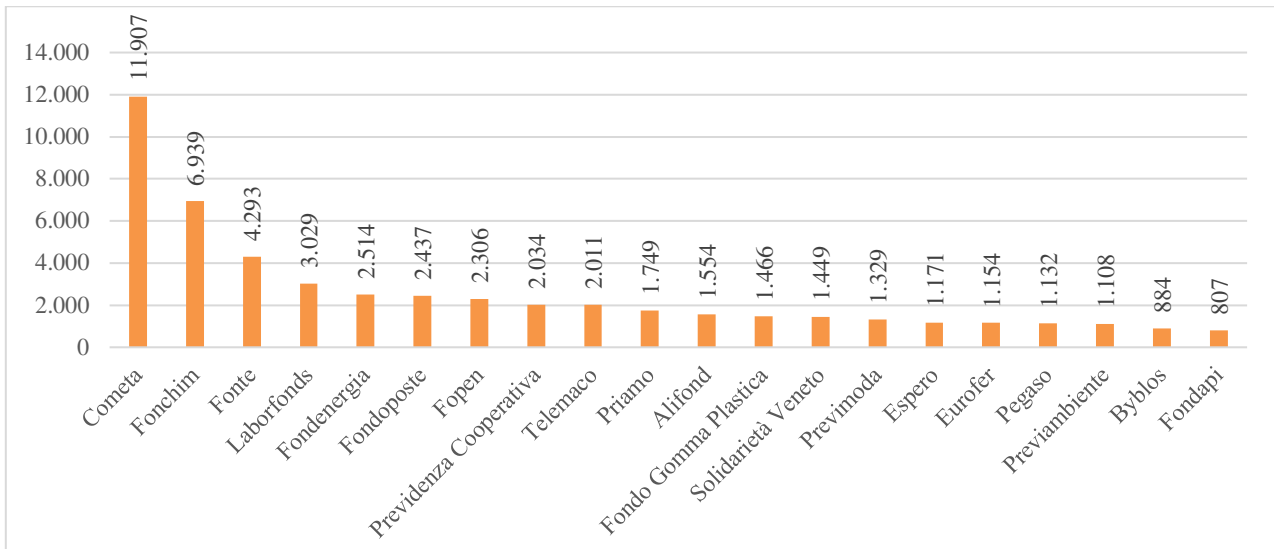
**Figura 5.2 - I primi 20 Fondi Negoziali per numero di iscritti, anno 2019**



**Il patrimonio** – Il patrimonio complessivo ammonta a **56,136 miliardi di euro** e registra un incremento dell'11,36%, pari a oltre 5,726 miliardi di euro, rispetto all'anno precedente; l'aumento risulta significativo rispetto a quello registrato l'anno precedente (1,9%) grazie al buon andamento di quasi tutte le *asset class*.

Per quanto riguarda il patrimonio la classifica cambia rispetto a quella stilata sulla base degli iscritti; i primi 20 Fondi Negoziali rappresentano il **91,34%** del totale e sono evidenziati nella **figura 5.3**.

**Figura 5.3 - I primi 20 Fondi Negoziali per patrimonio, valori in milioni di euro, anno 2019**



La serie storica riportata nella **tabella 5.3** evidenzia l'evoluzione del patrimonio dei Fondi Negoziali dal 1999 a oggi. L'incremento delle risorse destinate alle prestazioni è in costante crescita sia per le buone *performance* realizzate, con l'eccezione del 2018, sia per l'afflusso di nuovi iscritti. Tutto ciò nonostante l'impatto negativo della crisi del 2008 che ha ridotto i livelli di occupazione, recuperati poi solo nel 2019, quando il tasso complessivo ha segnato il suo massimo storico con il 59% e quello femminile ha raggiunto il 50%.

**Tabella 5.3 - L'andamento del patrimonio dei Fondi Pensione Negoziali dal 1999 al 2019, valori in milioni di euro**

| Anno | Patrimonio | Anno | Patrimonio | Anno | Patrimonio |
|------|------------|------|------------|------|------------|
| 1999 | 544        | 2006 | 9.257      | 2013 | 34.504     |
| 2000 | 1.190      | 2007 | 11.599     | 2014 | 39.644     |
| 2001 | 2.256      | 2008 | 14.092     | 2015 | 42.546     |
| 2002 | 3.264      | 2009 | 18.757     | 2016 | 45.931     |
| 2003 | 4.543      | 2010 | 22.384     | 2017 | 49.456     |
| 2004 | 5.881      | 2011 | 25.272     | 2018 | 50.410     |
| 2005 | 7.615      | 2012 | 30.174     | 2019 | 56.136     |

**I flussi** - Nel 2019 il patrimonio è cresciuto dell'11,36%, in misura nettamente superiore rispetto all'incremento dei periodi precedenti (+1,9% nel 2018-2017, +7,76% nel 2017-2016, +7,96% nel 2016-2015 e +7,32% nel 2015-2014). A differenza dello scorso anno, grazie all'andamento particolarmente favorevole dei mercati finanziari, tutti i Fondi Negoziali hanno registrato una variazione positiva delle risorse patrimoniali a disposizione. Tra i fondi con l'incremento più rilevante (in valore assoluto tra 300 milioni e un miliardo di euro) si evidenziano: **Cometa**, che ha incrementato il patrimonio di **950 milioni**, passando da 10,96 a 11,9 miliardi (+8,67%), **Fonchim**, con circa **710 milioni** di euro (+11,4%), **Fon.Te** +**474 milioni** (+12,4%), **Laborfonds** +**376 milioni** (+14,18%) e **Fondenergia** +**333 milioni** (+15,28%). Nella **Tabella 5.4** è riportata la classifica per tassi di crescita del patrimonio.



**Tabella 5.4 - Le variazioni patrimoniali dei Fondi Pensione Negoziali**

| Nome del Fondo       | Patrimonio 2019 | Patrimonio 2018 | Var. % | Nome del Fondo          | Patrimonio 2019       | Patrimonio 2018       | Var. %        |
|----------------------|-----------------|-----------------|--------|-------------------------|-----------------------|-----------------------|---------------|
| Perseo Sirio         | 172.812.978     | 114.307.615     | 51,18% | Fonchim                 | 6.938.929.514         | 6.228.561.856         | 11,41%        |
| Prevaer              | 548.597.972     | 468.199.084     | 17,17% | Quadri e Capi Fiat      | 665.839.010           | 598.640.518           | 11,23%        |
| Prevedi              | 763.720.742     | 656.211.056     | 16,38% | Fondaereo               | 422.122.919           | 379.727.984           | 11,16%        |
| Fondenergia          | 2.514.131.812   | 2.180.878.623   | 15,28% | Fondapi                 | 807.316.111           | 727.442.712           | 10,98%        |
| Fondo Sanità         | 206.255.413     | 178.968.129     | 15,25% | Alifond                 | 1.554.334.356         | 1.400.766.224         | 10,96%        |
| Solidarietà Veneto   | 1.449.126.150   | 1.260.636.156   | 14,95% | Fondoposte              | 2.436.806.788         | 2.200.114.155         | 10,76%        |
| Laborfonds           | 3.029.390.015   | 2.653.238.506   | 14,18% | Previambiente           | 1.108.346.949         | 1.002.046.926         | 10,61%        |
| Astri                | 341.336.193     | 300.907.500     | 13,44% | Telemaco                | 2.010.863.730         | 1.820.514.554         | 10,46%        |
| Mediafond            | 122.215.354     | 107.741.435     | 13,43% | Byblos                  | 883.898.993           | 802.426.339           | 10,15%        |
| Fondo Gomma Plastica | 1.466.364.510   | 1.296.470.472   | 13,10% | Foncer                  | 500.292.095           | 454.270.018           | 10,13%        |
| Espero               | 1.171.202.435   | 1.039.061.864   | 12,72% | Arco                    | 663.746.304           | 602.744.407           | 10,12%        |
| Previmoda            | 1.329.405.598   | 1.181.323.825   | 12,54% | Fondemain (ex Fopadiva) | 152.210.771           | 138.500.899           | 9,90%         |
| Fonte                | 4.292.922.291   | 3.819.215.006   | 12,40% | Cometa                  | 11.907.448.282        | 10.957.406.981        | 8,67%         |
| Fopen                | 2.305.643.616   | 2.051.777.692   | 12,37% | Agrifondo               | 96.575.188            | 89.119.616            | 8,37%         |
| Pegaso               | 1.131.787.574   | 1.009.929.656   | 12,07% | Previdenza Cooperativa  | 2.033.783.630         | 1.894.819.910         | 7,33%         |
| Priamo               | 1.748.607.561   | 1.566.538.130   | 11,62% | Concreto                | 206.425.784           | 193.020.463           | 6,95%         |
| Eurofer              | 1.153.779.296   | 1.034.869.626   | 11,49% | <b>Totale</b>           | <b>56.136.239.934</b> | <b>50.410.397.937</b> | <b>11,36%</b> |

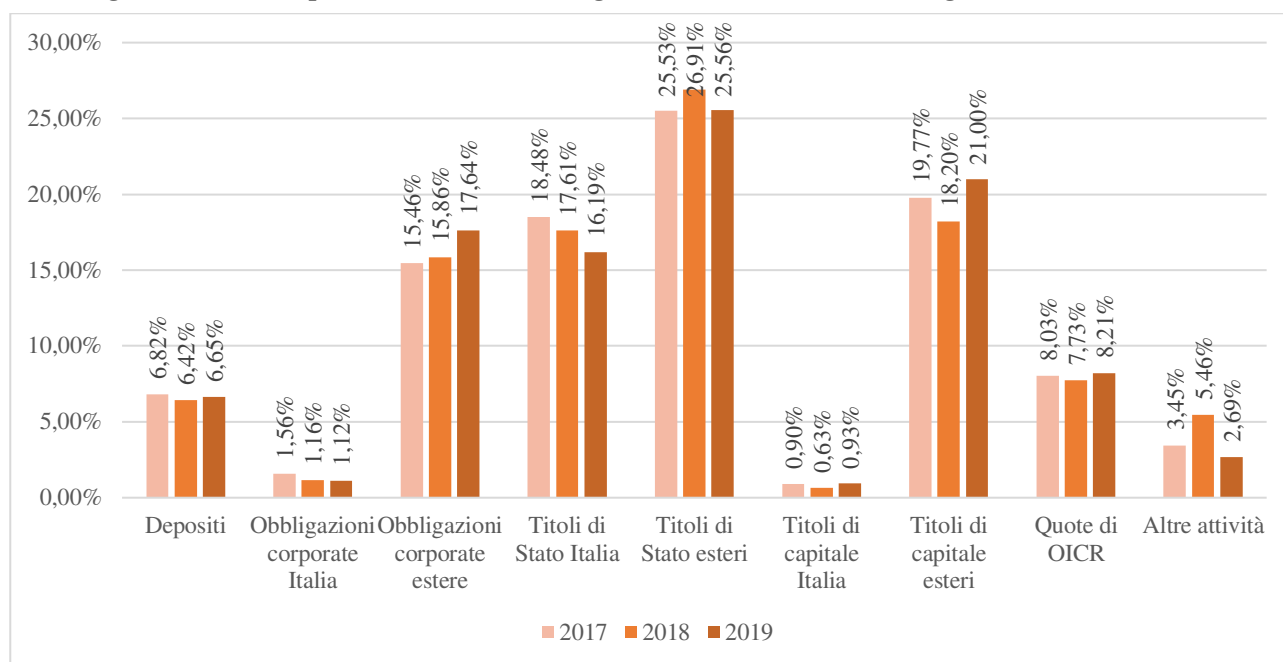
Grazie al sistema di rilevazione di COVIP è possibile quantificare che le posizioni in essere per le quali non risultano versamenti nel corso del 2019 sono 615.000, in costante aumento rispetto alle 563.000 del 2018, alle 447.000 del 2017 e alle 325.000 del 2016; l'incremento del fenomeno della mancata contribuzione è principalmente *riconducibile alle adesioni contrattuali*, che a fine 2019 sono risultate pari a poco più di 1 milione, di cui però circa il 35% non alimentate da contributi.

Considerata una *duration* media di 5/7 anni, tra le scadenze e i nuovi flussi di contributi al netto delle uscite per prestazioni, gli investimenti/reinvestimenti medi annuali si possono stimare attorno ai 10 miliardi di euro.

**Composizione e gestione del patrimonio** - La *figura 5.4* evidenzia la composizione del patrimonio dei Fondi Negoziali relativa al 2017, 2018 e 2019; dal raffronto si evidenzia che la quota più rilevante continua a essere costituita dai **titoli di debito** pari al 60,5%, in calo rispetto al 62% dello scorso anno e in linea con il 61% del 2017; considerando anche i depositi (6,7%) la quota in liquidità e obbligazioni si avvicina al 70%. In dettaglio, i **titoli di Stato** rappresentano circa il 42% delle risorse in gestione (era il 44,53% nel 2018), di cui il 25,56% emessi da Stati esteri e il 16,19% italiani (in calo rispetto all'anno precedente sia per la componente estera che per quella domestica); mentre le **obbligazioni corporate** ammontano al 18,76%, in aumento rispetto allo scorso anno, di cui il 17,64% di aziende estere. Aumentano sia la quota investita in titoli di capitale sia la quota di OICR, rispettivamente pari al **22%** e all'**8,2%**.



**Figura 5.4 - La composizione delle risorse in gestione dei Fondi Pensione Negoziati 2017, 2018 e 2019**



**La gestione dei Fondi Pensione Negoziati** - In linea con le disposizioni dettate dal D.lgs. 252/2005 e dal D.M. 166/2014, la gestione è quasi totalmente esternalizzata a soggetti professionali, quali: banche, SIM, SGR e Compagnie di Assicurazione. Tuttavia, in questi ultimi anni un numero crescente di fondi ha implementato la cosiddetta “*gestione diretta*” di una quota del patrimonio; come nel 2018, sono sei i fondi che sfruttano la possibilità prevista dall’articolo 6, comma 1, lettere d) ed e) del decreto sopra citato, sottoscrivendo o acquistando direttamente quote o azioni di società immobiliari, ovvero quote di fondi comuni di investimento mobiliare o immobiliare chiusi.

Nel complesso gli **investimenti diretti** dei Fondi Pensione Negoziati ammontano a circa 208 milioni di euro e il relativo peso sull’attivo netto destinato alle prestazioni dei rispettivi fondi si attesta al di sotto del 4%. In dettaglio, Eurofer dal 2012 detiene quote di un fondo immobiliare chiuso e dal 2017 anche di un fondo infrastrutturale. Laborfonds e Solidarietà Veneto continuano a investire parte delle loro risorse in fondi mobiliari chiusi che hanno come obiettivo quello di sostenere progetti di crescita e sviluppo a favore delle PMI del territorio di riferimento. Proseguono anche gli investimenti in fondi di *private debt* di Byblos e Priamo e in fondi di *private debt* e infrastrutturali di Prevaer.

Nell’estate del 2018 è nato il **Progetto Iride**, un’iniziativa congiunta promossa dai **Fondi Pensione Foncer, Fondenergia, Fondo Gomma Plastica, Pegaso e Previmoda** finalizzata a investire **nell’economia reale** e, in particolare, nel settore del *private equity* tramite l’affidamento di mandati a un gestore di FIA. Nel corso del 2019, con il supporto di Prometeia Advisor SIM, Neuberger Berman è stata selezionata per gestire il mandato dei cinque fondi per un investimento complessivo di 216 milioni di euro, focalizzato sull’Europa con una quota significativa in FIA che investono in imprese operanti in Italia.

Sempre in tema di economia reale, a fine 2019 **Assofondipensione e Cassa Depositi e Prestiti** hanno presentato un progetto condiviso tra alcuni Fondi Negoziati (**Arco, Prevedi, Previambiente e Concreto**) con l’obiettivo di supportare la crescita e la competitività delle imprese italiane attraverso una piattaforma, costituita da fondi di fondi e gestita dal Fondo Italiano di investimento SGR (FII SGR), che investirebbe in fondi di *private equity*, *private debt*, nonché potenzialmente in altre *asset*

*class.* L'obiettivo di raccolta dai fondi pensione è di almeno 500 milioni di euro, cui si aggiungerebbero anche le risorse che - coerentemente alla propria *mission* istituzionale - CDP potrà investire al fianco dei fondi pensione nella piattaforma gestita da FII SGR.

**Economia reale domestica** – Considerando negli investimenti indiretti l'**1,12%** di obbligazioni corporate italiane, lo **0,93%** di titoli di capitale domestici e stimando una percentuale pari all'**1,2%** di titoli corporate o di capitale contenuti negli OICR e sommando uno **0,17%** di investimenti diretti in FIA domestici, si può stimare che l'investimento in economia reale domestica dei Fondi Negoziati è pari a circa il **3,42%** del patrimonio, in crescita rispetto al 2,5% del 2016 e in lieve calo rispetto al 3,46% dello scorso anno. Nei titoli di debito domestici sono esclusi i 9 miliardi in titoli di Stato pari a circa il 16% del patrimonio totale.

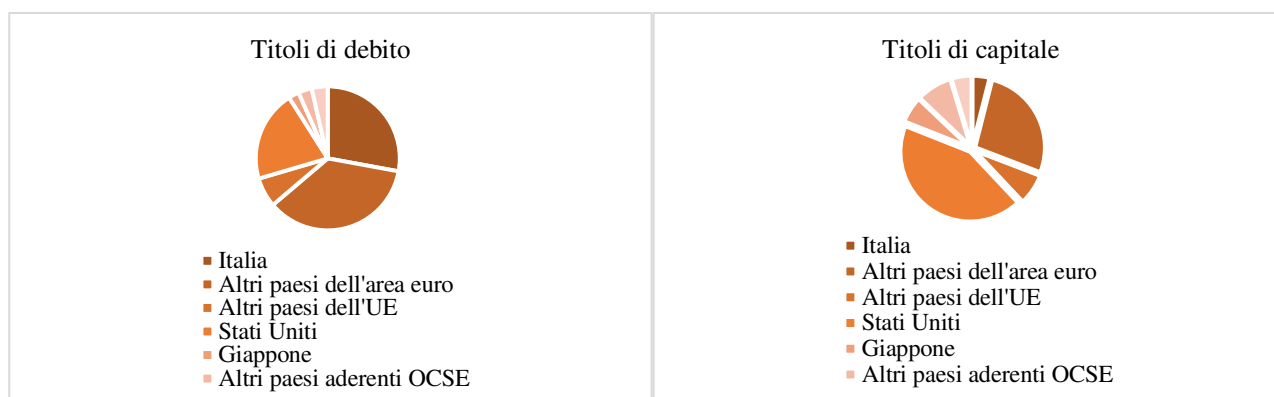
Se consideriamo che il flusso del solo TFR per i Fondi Negoziati nel 2019 è stato di 6,322 miliardi, gli investimenti in economia reale attivi nello stesso anno sono pari a soli 1,92 miliardi. Se volessimo fare un esercizio per valutare quanto TFR è stato sottratto all'economia reale nel periodo 2015-2019 (gli ultimi 5 anni), stimando una media del 50% dei flussi di TFR versati a previdenza complementare relativi ai FPN e valutando il reinvestimento in economia reale degli stessi pari a 8,5 miliardi, la quota sottratta all'economia reale, considerando anche i deflussi a favore del fondo di tesoreria Inps è superiore ai 21 miliardi; una cifra simile è sottratta all'economia reale dalle altre forme di previdenza complementare, i fondi preesistenti e gli aperti: un risultato sconsolante per un sistema Italia che annaspa in termini di competitività e produttività.

**Composizione per tipo di titoli e ripartizione geografica** - Dai dati COVIP riportati in *tabella 5.5* è possibile individuare la composizione del portafoglio titoli (debito e capitale) detenuti dai Fondi Negoziati sia direttamente sia per il tramite di OICR, attraverso l'applicazione del principio del "*look through*".

**Tabella 5.5 – Composizione del patrimonio dei Fondi Negoziati per tipologia e area geografica (valori %)**

|                            | 2018         | 2019         |              |               |              |              |              |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
|                            | Totale       | Garantito    | Obblig. puro | Obblig. misto | Bilanciato   | Azionario    | Totale       |
| <b>Titoli di debito</b>    | <b>75,0</b>  | <b>97,6</b>  | <b>100,0</b> | <b>68,8</b>   | <b>68,0</b>  | <b>38,3</b>  | <b>72,1</b>  |
| Italia                     | 22,3         | 65,2         | 34,0         | 12,1          | 11,5         | 9,2          | 20,1         |
| Altri paesi dell'area euro | 29,0         | 25,3         | 39,5         | 31,3          | 23,0         | 16,0         | 25,9         |
| Altri paesi dell'UE        | 5,3          | 2,5          | 7,2          | 6,5           | 4,4          | 3,6          | 4,8          |
| Stati Uniti                | 12,4         | 3,2          | 12,4         | 14,0          | 19,5         | 7,8          | 14,8         |
| Giappone                   | 1,6          | 0,3          | 0,9          | 0,8           | 2,8          | 0,3          | 1,7          |
| Altri paesi aderenti OCSE  | 2,3          | 1,0          | 3,2          | 1,9           | 2,9          | 0,7          | 2,2          |
| Paesi non aderenti OCSE    | 2,2          | 0,1          | 2,7          | 2,1           | 3,8          | 0,8          | 2,6          |
| <b>Titoli di capitale</b>  | <b>25,0</b>  | <b>2,4</b>   | <b>-</b>     | <b>31,2</b>   | <b>32,0</b>  | <b>61,7</b>  | <b>27,9</b>  |
| Italia                     | 0,8          | 0,1          | -            | 1,4           | 1,2          | 1,6          | 1,1          |
| Altri paesi dell'area euro | 7,5          | 0,7          | -            | 9,1           | 8,2          | 16,0         | 7,5          |
| Altri paesi dell'UE        | 1,9          | 0,2          | -            | 2,1           | 2,5          | 4,1          | 2,0          |
| Stati Uniti                | 10,3         | 1,0          | -            | 13,8          | 13,8         | 28,7         | 12,0         |
| Giappone                   | 1,4          | 0,2          | -            | 2,1           | 2,1          | 3,0          | 1,7          |
| Altri paesi aderenti OCSE  | 2,1          | 0,3          | -            | 2,8           | 2,8          | 4,0          | 2,3          |
| Paesi non aderenti OCSE    | 1,1          | -            | -            | 1,4           | 1,4          | 4,4          | 1,3          |
| <b>Totale portafoglio</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> | <b>100,0</b> |

Fonte: Relazione per l'anno 2019, COVIP. I dati includono Fondinps. La tavola comprende sia i titoli detenuti direttamente sia quelli detenuti per il tramite degli OICR (cosiddetto "Principio del look through")



Nell'ambito dei titoli di debito, pur rimanendo prevalente, prosegue il calo della quota investita in titoli emessi da soggetti appartenenti ai paesi dell'area dell'euro, che passano dal 51,3% al 46% del portafoglio titoli. Come abbiamo visto, tale riduzione è dovuta principalmente alla minore esposizione sui titoli di debito italiani (-2,2% rispetto allo scorso anno). Diminuiscono anche gli investimenti in titoli emessi da Paesi europei che non adottano la moneta unica (-0,5%), mentre si registrano incrementi sulla quota investita in titoli emessi dai paesi di altre aree geografiche (+2,4% Stati Uniti, +0,1% Giappone, +0,4% Paesi aderenti all'OCSE e non aderenti all'OCSE) al netto di quelli di altri Paesi aderenti all'OCSE che rimangono pressoché invariati (-0,1%).

Spostando l'attenzione sui titoli di capitale, si riscontra una maggiore diversificazione dal punto di vista geografico. Rispetto al 2018, aumentano tutti gli investimenti in questo ambito, ad eccezione di quelli in azioni emesse da imprese residenti in altri paesi dell'area euro che restano sostanzialmente stabili. In particolare, si registra un incremento delle quote di titoli di emittenti residenti negli Stati Uniti (+1,7%), che passano dall'10,3% al 12%.

**Le performance** - Il **rendimento medio** ottenuto dai Fondi Pensione Negoziali nel 2019 (*Tabella 5.6*), è stato pari al **7,2%**, in netta ripresa rispetto a quello realizzato lo scorso anno grazie al positivo andamento dei mercati finanziari. In particolare, i comparti che, in media, hanno registrato le performance migliori sono stati gli azionari, i bilanciati e gli obbligazionari misti. I comparti obbligazionari puri e i garantiti si sono invece attestati rispettivamente allo 0,7% e al 2%, risultati di tutto rispetto considerando l'andamento dei tassi.

Ampliando il periodo temporale di osservazione, si nota come il rendimento netto medio annuo composto dei Fondi Negoziali batte tutti i parametri obiettivo già a 3 anni con un valore pari al 2,4% rispetto all'1,7% della rivalutazione del TFR, all'1,1% dell'inflazione e all'1,4% della media quinquennale del PIL; a dieci anni tale rendimento risulta pari al 3,6%, poco meno del doppio della rivalutazione del TFR (2%).

Tendenza che si conferma analizzando i rendimenti cumulati: a 5 anni 13,1% contro l'8% del TFR e a dieci anni 42,7% contro il 21,6%. Sull'orizzonte decennale, in particolare, i rendimenti sono positivi per tutte le tipologie di comparto, con gli azionari, i bilanciati e gli obbligazionari misti che registrano rendimenti superiori rispetto ai garantiti e agli obbligazionari puri (*tabella 5.7*).

**Tabella 5.6 – I rendimenti netti dei Fondi Pensione Negoziati, valori percentuali**

| Tipologia di comparto      | 2008        | 2009       | 2010     | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018        | 2019       |
|----------------------------|-------------|------------|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|
| Garantito                  | 3,1         | 4,6        | 0,2      | -0,5       | 7,7        | 3,1        | 4,6        | 1,9        | 0,8        | 0,8        | -1,1        | 2,0        |
| Obbligazionario puro       | 1,6         | 2,9        | 0,4      | 1,7        | 3          | 1,2        | 1,2        | 0,5        | 0,2        | -0,2       | -0,6        | 0,7        |
| Obbligazionario misto      | -3,9        | 8,1        | 3,6      | 1,1        | 8,1        | 5          | 8,1        | 2,7        | 3,2        | 2,6        | -2,4        | 7,6        |
| Bilanciato                 | -9,4        | 10,4       | 3,6      | -0,6       | 9,2        | 6,6        | 8,5        | 3,2        | 3,2        | 3,1        | -2,8        | 8,6        |
| Azionario                  | -24,5       | 16,1       | 6,2      | -3         | 11,4       | 12,8       | 9,8        | 5          | 4,4        | 5,9        | -5,3        | 12,2       |
| <b>Rendimento generale</b> | <b>-6,3</b> | <b>8,5</b> | <b>3</b> | <b>0,1</b> | <b>8,2</b> | <b>5,4</b> | <b>7,3</b> | <b>2,7</b> | <b>2,7</b> | <b>2,6</b> | <b>-2,5</b> | <b>7,2</b> |
| Rivalutazione TFR          | 2,7         | 2          | 2,6      | 3,5        | 2,9        | 1,7        | 1,3        | 1,2        | 1,5        | 1,7        | 1,9         | 1,5        |

Fonte: elaborazioni su dati COVIP

**Tabella 5.7 – I rendimenti medi annui composti e cumulati dei Fondi Pensione Negoziati, valori percentuali**

|                        | Rendimento medio annuo composto |        |         | Rendimento cumulato |        |         |
|------------------------|---------------------------------|--------|---------|---------------------|--------|---------|
|                        | 3 anni                          | 5 anni | 10 anni | 3 anni              | 5 anni | 10 anni |
| Fondi Negoziati        | 2,4                             | 2,5    | 3,6     | 7,2                 | 13,1   | 42,7    |
| Rivalutazione TFR      | 1,7                             | 1,6    | 2,0     | 5,2                 | 8,0    | 21,6    |
| Inflazione             | 1,1                             | 0,6    | 1,2     | 3,2                 | 3,2    | 12,3    |
| Media quinquennale PIL | 1,4                             | 1,1    | 1,0     | 3,9                 | 5,2    | 9,6     |

Fonte: elaborazioni su dati COVIP

**I gestori** - La *tabella 5.8* relativa alla classifica per mandati di gestione, indica i primi 10 gestori dei Fondi Negoziati, classificati per *ammontare delle risorse gestite* (AUM). **Eurizon** si mantiene in prima posizione, mentre Amundi con circa 200 milioni in meno, scende al terzo posto; Blackrock sale al secondo e Candriam al quarto, seguita da Credit Suisse e UnipolSai.

Dal punto di vista della quota, questi primi 6 gestori detengono quasi il 50% del mercato dei Fondi Negoziati. **Amundi, Eurizon, Candriam e UnipolSai** ricoprono le prime posizioni anche per numero di mandati (rispettivamente 34, 23 e 20 a testa in prevalenza di tipo obbligazionario e bilanciato obbligazionario nel primo e nel quarto caso, bilanciati e bilanciati obbligazionari nel secondo e nel terzo), seguiti da **Anima** con 18 mandati e **Groupama** con 15, per lo più bilanciati obbligazionari e bilanciati.

Dal punto di vista del *numero di mandati*, rispetto allo scorso anno Amundi (che ricordiamo, ha incorporato Pioneer) resta in testa alla classifica, seguita da Eurizon che si mantiene in seconda posizione (con 23 mandati rispetto ai 25 dello scorso anno), mentre Candriam guadagna una posizione e si allinea a UnipolSai con 20 (un mandato in meno rispetto al 2018).

Come si può notare dalla *tabella 5.8*, gli *importi medi dei mandati* variano significativamente con punte di 498 milioni di euro per Blackrock, 351 per Allianz GI e più di 300 milioni per Generali, State Street e Credit Suisse. L'importo medio per mandato è attorno ai 200 milioni. Considerando tutti i gestori dei fondi negoziali, ai primi posti della classifica per mandato medio, si posizionano Intesa Sanpaolo Vita (pur delegando la gestione a Eurizon Capital) e Ostrum AM (ex Natixis) che, con un unico mandato a testa, registrano importi rispettivamente pari a 722 e 533 milioni di euro.

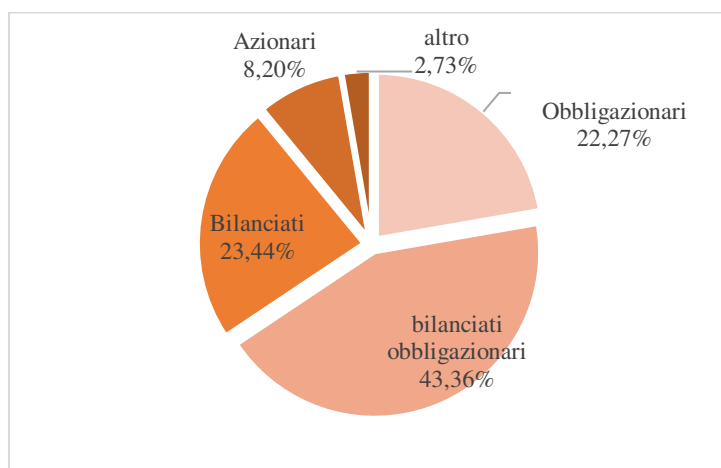
**Tabella 5.8 - I primi 10 gestori dei Fondi Pensione Negoziali per il 2019**

| Gestore          | Numero mandati | AUM (in mln di euro) | Mandato medio (in mln di euro) | Quota di mercato |
|------------------|----------------|----------------------|--------------------------------|------------------|
| Eurizon Capital  | 23             | 5.107                | 222,03                         | 9,32%            |
| Blackrock        | 10             | 4.984                | 498,37                         | 9,09%            |
| Amundi           | 34             | 4.926                | 144,87                         | 8,99%            |
| Candriam AM      | 20             | 4.012                | 200,60                         | 7,32%            |
| Credit Suisse AM | 13             | 3.982                | 306,31                         | 7,27%            |
| Unipolsai        | 20             | 3.978                | 198,88                         | 7,26%            |
| Allianz GI       | 10             | 3.518                | 351,79                         | 6,42%            |
| Generali IE      | 10             | 3.392                | 339,20                         | 6,19%            |
| State Street Ga  | 10             | 3.259                | 325,87                         | 5,95%            |
| Groupama AM      | 15             | 2.747                | 183,13                         | 5,01%            |

**Commissioni di gestione** – Rispetto allo scorso anno, si registra un lieve incremento del livello medio delle commissioni di gestione (0,12% del 2019 contro lo 0,11% del 2018); per i mandati **garantiti**, con tutte le difficoltà registrate nel 2019 per trovare i gestori, le commissioni di gestione stanno intorno allo 0,35; per gli **obbligazionari puri e misti** e tra 10 e 15 bps; per i **bilanciati** tra i **10 e i 20 bps**; infine per gli **azionari** tra i **12 e i 20 bps**.

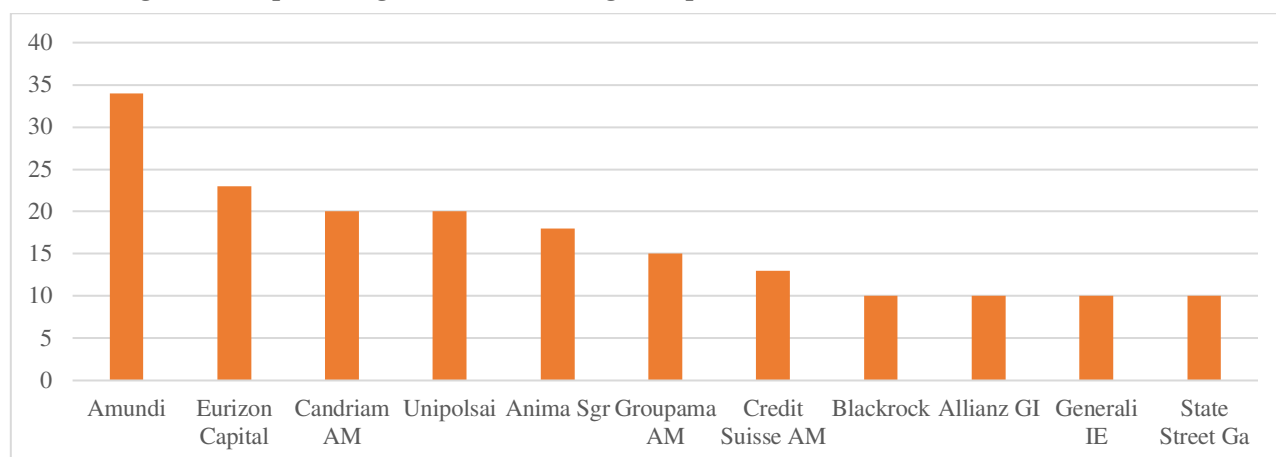
**Tipologia dei mandati di gestione** - Infine, per quanto riguarda la tipologia dei mandati (**Figura 5.5**) si conferma l'elevata concentrazione sugli **obbligazionari**, con un peso degli obbligazionari "puri" e dei bilanciati obbligazionari che si attesta al 65,5% del totale. Seguono con il 23,44% i bilanciati, gli azionari (8,2%) e i mandati classificati come "altro" (2,73%), intendendo i mandati senza benchmark come, ad esempio, *total return* e *multiasset*.

**Figura 5.5 - La tipologia dei mandati, anno 2019**

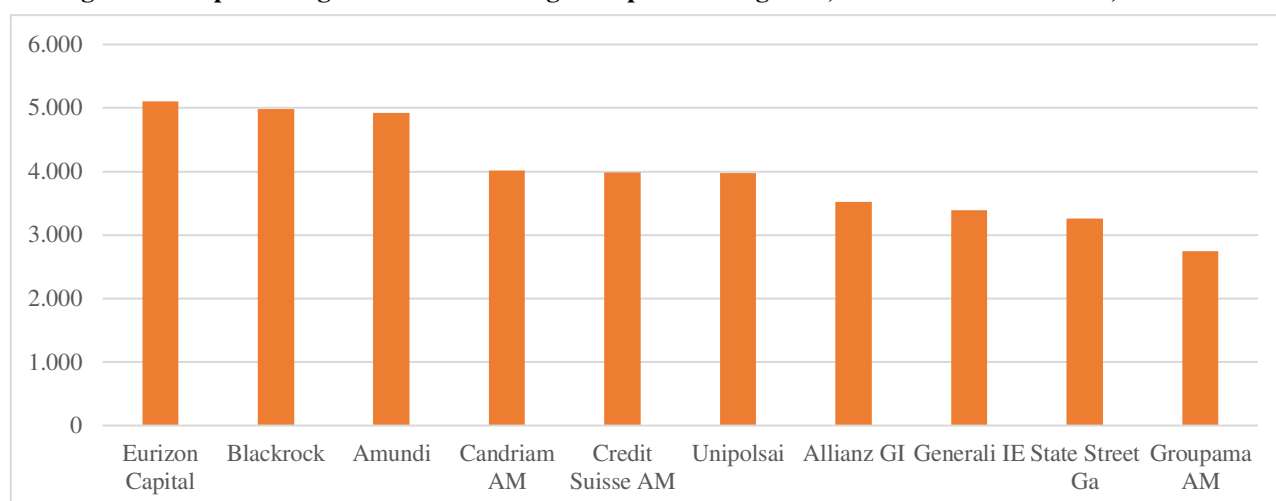


Le **figure 5.6** e **5.7** rappresentano la classifica dei primi 10 gestori rispettivamente per numero di mandati e per risorse gestite (AUM).

**Figura 5.6 - I primi 11 gestori dei Fondi Negoziati per numero di mandati conferiti, anno 2019**



**Figura 5.7 - I primi 10 gestori dei Fondi Negoziati per risorse gestite, valori in milioni di euro, anno 2019**



**Banca depositaria** - La normativa 252/05 prevede l'obbligo per tutti i Fondi Pensione di dotarsi di una **banca depositaria**. Su quattro operatori, i primi due scelti dai Fondi Negoziati, DEPO bank e BNP Paribas Securities Services, continuano a gestire una quota di mercato pari a oltre il 70% in termini di ANDP.

**Service amministrativo** - La normativa di settore prevede che i fondi possano avvalersi di un **gestore amministrativo (service)**, soluzione adottata da tutti i fondi. Tra i service amministrativi, **Previet** copre il 74% del mercato in termini di iscritti seguito a distanza da Accenture Managed Services con il 20%.

**Advisor** - Non tutti i fondi indicano i riferimenti per gli *advisor*, il cui elenco riflette solo le effettive dichiarazioni reperite nelle note informative e nei bilanci dei fondi. Sarebbe utile, in termini di trasparenza, che venisse evidenziato agli iscritti il soggetto che orienta le scelte di investimento del fondo e che ne controlla il *budget* di rischio. Gli *advisor* che detengono le maggiori quote di mercato sono Prometeia Advisor SIM, Bruni, Marino & Co, European Investment Consulting e Link Institutional Advisory.

**Gli elenchi completi delle banche depositarie, dei service amministrativi e degli advisor finanziari per ciascun fondo negoziale sono disponibili nell'area riservata del sito di Itinerari Previdenziali, così come le classifiche di tutti i gestori per AUM e per numero di mandati.**

## 6. I Fondi Pensione Preesistenti (FPP): attività, iscritti, patrimoni e gestori

### 6.1 Le caratteristiche generali

**Il numero di Fondi Preesistenti attivi** - Nel 2019 è proseguita l'attività di accorpamento dei fondi preesistenti con una riduzione di 16 fondi (8 tra il 2018/17 e 35 nel 2017/16) per cui alla fine del 2019 risultavano operativi **235**, di cui **161 autonomi** dotati di soggettività giuridica, e **74 interni**, costituiti rispettivamente all'interno del patrimonio di banche (57 fondi), imprese di assicurazione (6) e società non finanziarie (11). Questa riduzione di ben 69 fondi rispetto al 2015, quando erano 304, è in gran parte riferibile alle operazioni di fusione e acquisizione del sistema bancario e di quello assicurativo, che furono i primi a promuovere iniziative previdenziali a favore dei propri dipendenti. In genere, la fusione in gruppi finanziari più ampi porta a raggruppare gli schemi esistenti in uno o due fondi di gruppo, distinti in base al regime di contribuzione definita o di prestazione definita; questi ultimi raccolgono tutte le prestazioni pensionistiche erogate prima delle riforme degli anni Novanta e del D. Lgs. 252/2005. La concentrazione degli Enti è particolarmente positiva dato che porta a economie di scala con riduzioni dei costi e, in particolare, a una migliore qualità della gestione e dei servizi offerti agli aderenti. Inoltre, va ricordato il passaggio a più elevati standard di organizzazione interna introdotti di recente dalla Direttiva UE 2016/2341 (cosiddetta IORP II) ancora in fase di recepimento. Nonostante queste operazioni il numero resta ancora elevato: basti pensare che 125 Fondi Preesistenti (il 53,2% del totale) hanno un patrimonio inferiore a 25 milioni di euro, 95 (il 40%) hanno meno di 100 iscritti e 66 ne hanno fra 100 e 1000. Da sottolineare infine come gran parte di questi piccoli fondi siano quelli "interni": 48 fino a 100 iscritti e 23 fra 100 e 1000, in pratica 71 fondi su un totale di 74.

**Gli iscritti** - A fine 2019 i lavoratori aderenti **sono 650.666** (di cui circa 5.373 nei fondi interni), in aumento di 3.793 unità rispetto al 2018. Tale incremento scaturisce principalmente dalle oltre 25.500 nuove iscrizioni, ai 1.500 trasferimenti da altri enti che hanno compensato la riduzione di 1.600 iscritti pensionati, le oltre 8.300 prestazioni erogate in forma di capitale e le 13.900 prestazioni di riscatto e trasferimento ad altri fondi. La riduzione del numero dei pensionati è dovuta principalmente a soggetti già in quiescenza a cui, nell'ambito di processi di riassetto delle forme pensionistiche di appartenenza, è stata consentita la capitalizzazione della rendita in erogazione spesso con il contributo monetario della capogruppo.

A fronte di un bacino di potenziali iscritti pari a poco più di 660.000 unità stimato da COVIP si rileva un tasso di adesione superiore al 98,6% mentre continua a crescere il numero dei fondi che ammettono l'adesione dei soggetti fiscalmente a carico degli iscritti, pressoché unica misura che consente l'incremento delle adesioni. Rimane sempre **molto inferiore** a quella di sistema nel suo complesso la percentuale degli **iscritti non versanti** pari al 14,63% contro il 26,37%. I soggetti che non versano sono i cosiddetti **differiti**, ovvero iscritti inseriti nei "fondi di solidarietà" bancari e quindi in attesa di maturare i requisiti pensionistici previsti dal regime obbligatorio, coloro che conservano tutta o parte della propria posizione presso i comparti garantiti quale forma di investimento "a capitale e in parte rendimento garantito" e i "familiari a carico", spesso figli minorenni, i cui versamenti sono saltuari.

I fondi interni, dopo il completamento delle varie operazioni di razionalizzazione, hanno visto ridursi ulteriormente il numero dei propri iscritti, attestandosi a 5.373, poco meno dell'1% del totale, mentre quelli autonomi ne contano 645.293, poco più del 99% degli iscritti. Da segnalare, inoltre, come i



fondi interni operino prevalentemente in regime di prestazione definita (68 fondi sui 74 rimasti), costituiti praticamente solo da pensionati.

La **tabella 6.1** evidenzia l'evoluzione storica, dal 1999 al 2019, sia del numero di Fondi Pensione Preesistenti sia del relativo numero di iscritti: risalta come il numero di fondi, nel corso del periodo, si sia ridotto di quasi il 62% mentre quello degli iscritti diminuisce sistematicamente dal 2001, con l'eccezione di qualche anno (nel 2007, nel 2015, nel 2016, nel 2018 e nel 2019) per i motivi sopra ricordati.

**Tabella 6.1 - L'evoluzione dal 1999 al 2019 del numero di Fondi e di iscritti**

| Anno | Numero Fondi | Iscritti | Anno | Numero Fondi | Iscritti | Anno | Numero Fondi | Iscritti |
|------|--------------|----------|------|--------------|----------|------|--------------|----------|
| 1999 | 618          | 573.256  | 2006 | 448          | 643.986  | 2013 | 330          | 654.537  |
| 2000 | 578          | 591.555  | 2007 | 433          | 680.746  | 2014 | 323          | 645.371  |
| 2001 | 575          | 687.482  | 2008 | 411          | 676.994  | 2015 | 304          | 645.612  |
| 2002 | 554          | 679.603  | 2009 | 391          | 673.039  | 2016 | 294          | 653.971  |
| 2003 | 510          | 671.474  | 2010 | 375          | 668.625  | 2017 | 259          | 643.341  |
| 2004 | 494          | 666.841  | 2011 | 363          | 664.731  | 2018 | 251          | 646.873  |
| 2005 | 455          | 657.117  | 2012 | 361          | 662.162  | 2019 | 235          | 650.666  |

Poiché le risorse dei fondi interni fanno parte del patrimonio degli enti promotori, quindi senza una propria gestione autonoma e considerata l'estrema marginalità in termini di ANDP (2,1%), nel presente Report sono considerati i soli fondi autonomi; l'analisi riguarda 45 fondi<sup>10</sup>, che rappresentano il **90,14%** del patrimonio complessivo e **il 99,22% degli iscritti** ai Fondi Pensione Preesistenti. I **primi 20 fondi** per numero di iscritti del campione analizzato sono riportati nella **tabella 6.2**, che classifica i fondi per tassi di crescita degli iscritti, mentre **la figura 6.1** riporta i primi 20 fondi per numero di iscritti che costituiscono **l'84,3%** del totale iscritti ai Fondi Preesistenti.

**Tabella 6.2 - I primi 20 Fondi Preesistenti per tasso di crescita degli iscritti**

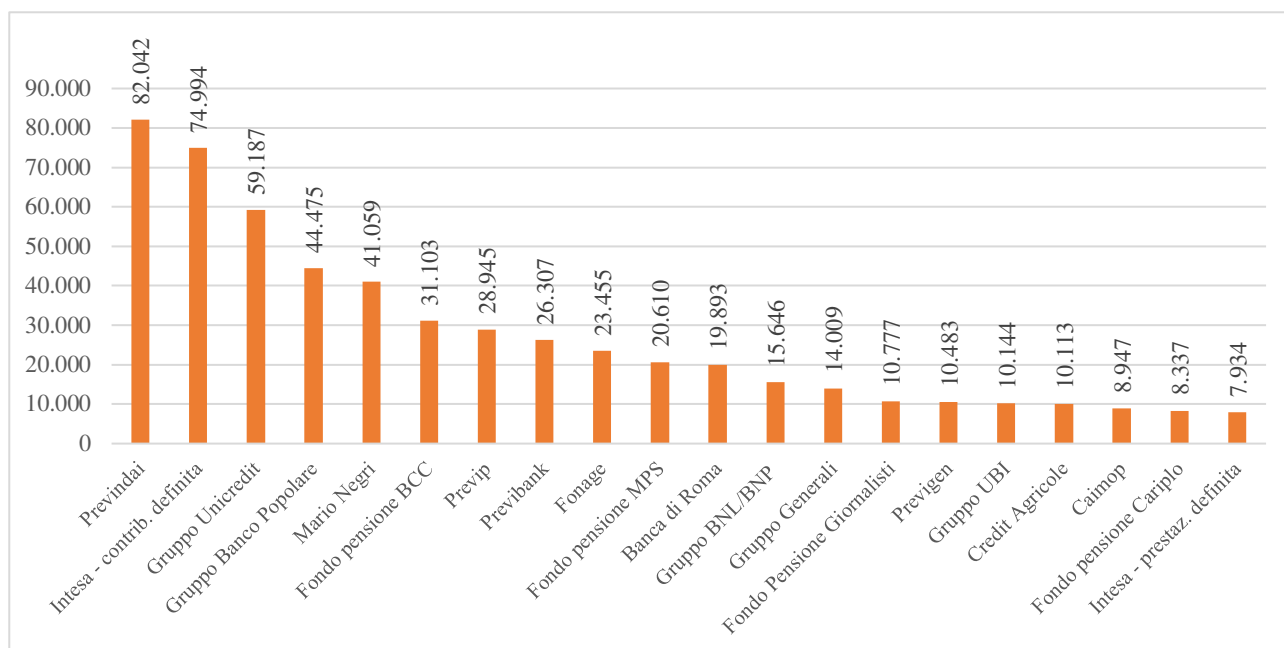
| N             | Nome Fondo   | Iscritti 2019 | Iscritti 2018 | Var.%   | N  | Nome Fondo   | Iscritti 2019  | Iscritti 2018  | Var.%         |
|---------------|--|---------------|---------------|---------|----|--|----------------|----------------|---------------|
| 1             | Fondo pensioni del Gruppo Banco Popolare 1                         | 44.475        | 18.356        | 142,29% | 11 | Fondo pensione Previndapi  | 4.076          | 4.021          | 1,37%         |
| 2             | Fondo pensione a prestazione definita del Gruppo Intesa Sanpaolo 3 | 7.934         | 5.555         | 42,83%  | 12 | Fondo pensione del Gruppo Unipol                                   | 5.876          | 5.803          | 1,26%         |
| 3             | Fondo pensione IBM 3   | 7.203         | 5.969         | 20,67%  | 13 | Fondo pensione a contribuzione definita del Gruppo Intesa Sanpaolo | 74.994         | 74.429         | 0,76%         |
| 4             | Fondo pensione del gruppo Unicredit 4                              | 59.187        | 51.001        | 16,05%  | 14 | Fondo pensione Previp  | 28.945         | 28.730         | 0,75%         |
| 5             | Fondo pensione del gruppo UBI                                      | 10.144        | 9.744         | 4,11%   | 15 | Fondo pensione Caimop  | 8.947          | 8.894          | 0,60%         |
| 6             | Fondo pensione Fonsea  | 5.182         | 4.978         | 4,10%   | 16 | Fondo pensione Previbank   | 26.307         | 26.184         | 0,47%         |
| 7             | FONDO AGGIUNTIVO PENSIONI PER IL PERSONALE DEL BANCO DI SARDEGNA   | 3.435         | 3.333         | 3,06%   | 17 | Fondo pensione Deutsche Bank                                       | 4.272          | 4.261          | 0,26%         |
| 8             | Fondo pensione Previndai   | 82.042        | 80.272        | 2,21%   | 18 | Fondo pensione BCC 5   | 31.103         | 31.103         | 0,00%         |
| 9             | Fondo pensione Fopdire   | 1.555         | 1.530         | 1,63%   | 19 | Fondo pensione Bipiemme 5  | 7.658          | 7.658          | 0,00%         |
| 10            | Fondo Pensione dipendenti BREBANCA                                 | 2.521         | 2.485         | 1,45%   | 20 | Fondo pensione Comit   | 0              | 0              | 0,00%         |
| <b>Totale</b> |  |               |               |         |    |  | <b>415.856</b> | <b>374.306</b> | <b>11,10%</b> |

NOTE: 1, 2 e 4= incorporazioni di gruppo; 3= fusione con fondo dirigenti IBM; 5 = bilanci non disponibili al momento della redazione del Report

<sup>10</sup> I dati relativi a Fondo pensione BCC, Fondo pensione Bipiemme, Fondo pensione Credem, Fondo pensione Craipi, Fondo pensione Prev.int, Fondo pensioni CRT, Fondo pensione Credit Agricole e Fondo pensione Fipdaf sono quelli del bilancio 2018 in quanto alla redazione del presente report non erano disponibili i bilanci 2019.



**Figura 6.1 - I primi 20 Fondi Preesistenti per numero di iscritti, 2019**



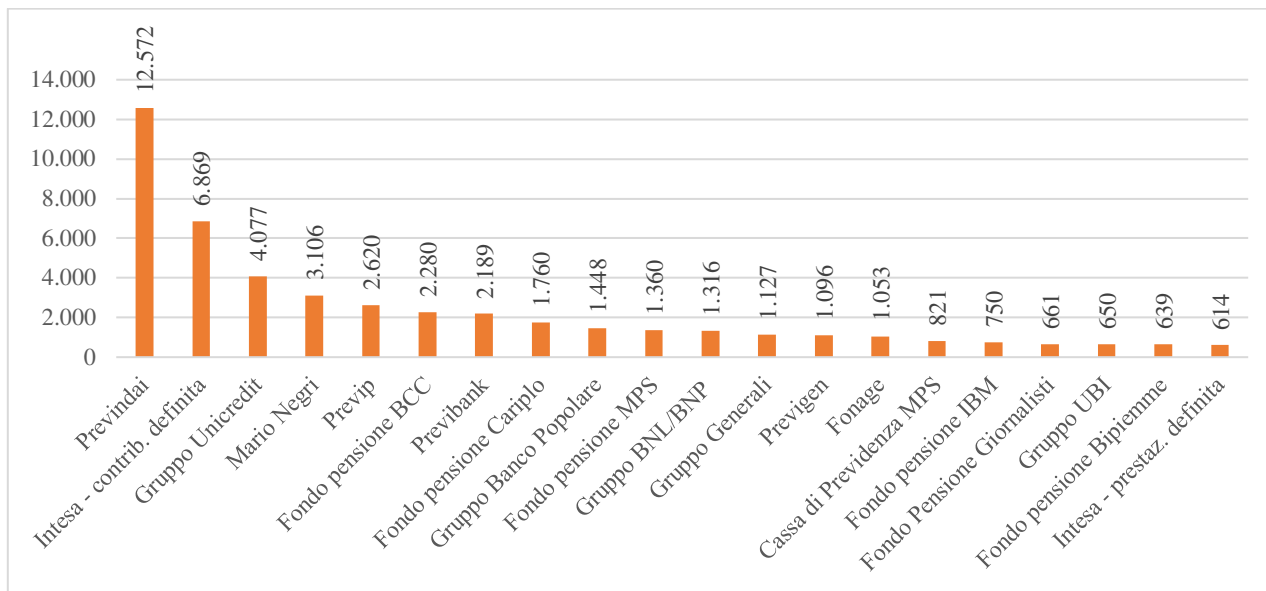
**Il patrimonio** - Le risorse destinate alle prestazioni (*ANDP*) dei *fondi interni* totalizzano un patrimonio pari a soli 1,364 miliardi di euro (in lievissimo calo rispetto ai 1,399 del 2018 e anche rispetto agli anni precedenti, a seguito della continua chiusura di fondi, di cui 7 anche nel 2019), mentre le risorse per i *fondi autonomi* ammontano a 62.149 milioni di euro (in crescita del 6,4% rispetto all'anno precedente, quando erano 58.391 milioni), pari al 97,8% del totale dei preesistenti. La **tabella 6.3** classifica i fondi per tassi di crescita del patrimonio mentre **la figura 6.2** evidenzia i primi 20 fondi preesistenti per patrimonio che totalizzano circa 47 miliardi, il **74,02%** del totale detenuto dai Fondi Preesistenti, (interni più autonomi), pari a 63,5 miliardi, mentre considerando il nostro campione di 45 fondi rilevati nel Report il patrimonio è di 56 miliardi, pari cioè al 90% del totale.

**Tabella 6.3 - I primi 20 Fondi Preesistenti per tasso di crescita del patrimonio**

| N   | Nome Fondo   | Patrimonio 2019 | Patrimonio 2018 | Var.%  | N  | Nome Fondo   | Patrimonio 2019 | Patrimonio 2018       | Var.%                 |              |
|---|--|-----------------|-----------------|--------|----|--|-----------------|-----------------------|-----------------------|--------------|
| 1   | Fondo pensione IBM 2   | 749.688.210     | 432.501.522     | 73,34% | 11 | Fondo pensione a contribuzione definita del Gruppo Intesa Sanpaolo       | 6.869.338.212   | 6.354.379.682         | 8,10%                 |              |
| 2   | Fondo pensione a prestazione definita del Gruppo Intesa Sanpaolo 1 | 613.808.433     | 452.792.674     | 35,56% | 12 | Fondo pensione del Gruppo Unipol   | 397.726.451     | 368.202.234           | 8,02%                 |              |
| 3   | Fondo pensione Fondenel  | 366.246.293     | 320.877.769     | 14,14% | 13 | Fondo Pensione per i dipendenti del Gruppo bancario Credito Valtellinese | 309.788.853     | 287.464.321           | 7,77%                 |              |
| 4   | Fondo Pensione Giornalisti   | 660.526.800     | 584.389.517     | 13,03% | 14 | Fondo pensione Deutsche Bank   | 481.437.943     | 447.497.040           | 7,58%                 |              |
| 5   | Fondo pensione Fopdire   | 456.524.532     | 406.674.047     | 12,26% | 15 | Fondo pensione Previp  | 2.620.060.377   | 2.442.809.233         | 7,26%                 |              |
| 6   | Fondo pensione Ubi   | 351.555.715     | 319.982.651     | 9,87%  | 16 | Fondo Pensione dipendenti BREBANCA                                       | 137.422.009     | 128.388.385           | 7,04%                 |              |
| 7   | Fondo pensione Fonsea  | 238.082.731     | 218.282.111     | 9,07%  | 17 | FONDO PENSIONI BANCA DELLE MARCHE  | 207.901.963     | 194.626.532           | 6,82%                 |              |
| 8   | Fondo pensione Fonage  | 1.053.205.656   | 967.568.524     | 8,85%  | 18 | Fondo pensione del gruppo Unicredit 1                                    | 4.077.342.577   | 3.817.723.297         | 6,80%                 |              |
| 9   | Fondo Pensione per il Personale della Banca Popolare di Ancona     | 267.672.629     | 247.041.371     | 8,35%  | 19 | Fondo pensione del gruppo Generali                                       | 1.126.542.450   | 1.059.191.519         | 6,36%                 |              |
| 10  | Fondo pensione Previndai   | 12.571.632.171  | 11.621.123.302  | 8,18%  | 20 | Fondo pensioni del Gruppo Banco Popolare 1                               | 1.447.609.604   | 1.364.706.758         | 6,07%                 |              |
| Note: 1 incorporazione di gruppo; 2 fusione con Fondo dirigenti IBM |  |                 |                 |        |    |  | <b>Totale</b>   | <b>35.004.113.609</b> | <b>32.036.222.489</b> | <b>9,26%</b> |

L'incremento del patrimonio è legato alle elevate contribuzioni degli iscritti e al buon andamento dei mercati finanziari. I fondi con una più alta crescita sono quelli che hanno i comparti più rischiosi con un maggior numero di aderenti. La forte componente di gestioni separate, per il 2019, ha ridotto l'aumento del patrimonio dato il rendimento non particolarmente elevato.

**Figura 6.2 - I primi 20 Fondi Preesistenti per patrimonio, valori in milioni di euro**



Le risorse destinate alle prestazioni dei Fondi Pensioni Preesistenti nel 2019 sono aumentate di circa 3,723 miliardi rispetto al 2018 raggiungendo i **63,5 miliardi di euro (tabella 6.4)** ancora decisamente superiori a quelle dei Fondi Negoziali per circa 7,4 miliardi di euro, nonostante il numero degli iscritti, sostanzialmente stabile intorno ai 650.000 sia molto più basso dei circa 3,16 milioni dei Fondi Negoziali, in crescita come numero soprattutto grazie alle adesioni contrattuali collettive. Questo divario, pur riducendosi gradatamente nel tempo (era di circa 9,5 miliardi nel 2018), si sta mantenendo elevato in parte grazie alla longevità di questi fondi (già operanti dai primi anni del secondo dopoguerra e spesso nati dalla trasformazione da fondo “sostitutivo” a “complementare”) e in parte grazie alla platea degli iscritti (in gran parte dipendenti di Banche, Assicurazioni e Multinazionali) che maturano maggiore anzianità contributiva e godono, soprattutto per le fasce più alte, di retribuzioni generalmente più elevate. Molto eloquente il confronto fra **il contributo medio pro capite: 7.640 euro** per gli iscritti ai Fondi Preesistenti e i **2.150** per gli iscritti ai Fondi Negoziali. La progressione storica dell'ammontare dell'ANDP totale dei Fondi Pensione Preesistenti evidenzia come dal 1999 al 2019 sia più che triplicato passando da 20 a 63,5 miliardi.

**Tabella 6.4 - L'evoluzione dal 1999 al 2019 dell'ANDP dei Fondi Preesistenti**

| Anno        | Patrimonio        | Anno        | Patrimonio        | Anno        | Patrimonio        |
|-------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|-------------------|
|             | valori in milioni |             | valori in milioni |             | valori in milioni |
| <b>1999</b> | 19.859            | <b>2006</b> | 34.246            | <b>2013</b> | 50.398            |
| <b>2000</b> | 21.269            | <b>2007</b> | 36.054            | <b>2014</b> | 54.033            |
| <b>2001</b> | 29.578            | <b>2008</b> | 35.906            | <b>2015</b> | 55.299            |
| <b>2002</b> | 29.531            | <b>2009</b> | 39.813            | <b>2016</b> | 57.538            |
| <b>2003</b> | 30.057            | <b>2010</b> | 42.007            | <b>2017</b> | 58.996            |
| <b>2004</b> | 30.617            | <b>2011</b> | 43.818            | <b>2018</b> | 59.790            |
| <b>2005</b> | 33.400            | <b>2012</b> | 47.972            | <b>2019</b> | 63.513            |

Nel periodo 1999 - 2019 il patrimonio (Attivo Netto Destinato alle Prestazioni) complessivo dei Fondi Pensione Preesistenti ha avuto una crescita annuale media del **4,09%**, mentre nell'ultimo anno è aumentato **del 6,3%**. L'incremento di 3,7 miliardi, oltre 5 volte quello dello scorso anno, è il risultato di circa 3,9 miliardi di euro di contributi a fronte di 3,4 miliardi di trasferimenti netti. Il saldo positivo di 3,2 miliardi di euro è frutto dell'andamento positivo della gestione finanziaria il cui tasso di rendimento medio annuo è stato del 5,6% contro il -0,2% del 2018.<sup>11</sup> Questo rendimento è riferito a tutte le risorse comprese quelle destinate alle prestazioni costituite da riserve matematiche presso compagnie di assicurazione che hanno registrato un rendimento medio (1,6%) simile a quello del TFR (1,5%).

Passando alle **prestazioni**, si evidenzia il trend in riduzione delle anticipazioni passate dalle 45.000 nel 2017 (per 761 milioni di euro) alle 40.000 del 2018 (per 760 milioni di euro) e alle 35.000 del 2019 per 770 milioni, tornando così al livello del 2016 (35.200). Il calo nel numero delle erogazioni è sostanzialmente dovuto alla flessione delle anticipazioni per "ulteriori esigenze" che, tuttavia, rimangono ancora l'80% del totale. Continua anche la riduzione del numero dei **riscatti** che passa a 13.860 dai circa 18.800 unità nel 2017 e dai 17.600 del 2018. Le erogazioni sono costituite per circa il 60 per cento da riscatto per "cause diverse" che permette di ottenere la prestazione al verificarsi della perdita dei requisiti di partecipazione al fondo anche se al costo di una tassazione più pesante.

Da segnalare, infine, il considerevole aumento del ricorso alla Rendita Integrativa Temporanea Anticipata (cosiddetta RITA) passato a oltre 7.000 aderenti contro i 2.000 nel 2018. Oltre il 75 per cento dei casi ha riguardato l'intero montante accumulato per un ammontare complessivo di oltre 433 milioni di euro (circa 75 milioni di euro nel 2018). Il fenomeno evidenzia come gli iscritti abbiano rapidamente recepito la possibilità di incamerare l'intero capitale fruendo di una tassazione fortemente agevolata evitando ogni quota in rendita.

**Rendimenti** - Negli ultimi sei anni il rendimento medio annuo composto dei patrimoni è stato del **3,13%**, a fronte di un tasso di rivalutazione medio annuo del TFR pari all'1,5% (**tabella 6.5**).

<sup>11</sup> Poiché gran parte dei preesistenti non utilizza il sistema contabile delle quote, il rendimento medio annuo è stato determinato sulla base della variazione del patrimonio rispetto all'anno precedente, al netto delle voci di entrata (contributi, trasferimenti in entrata) e di uscita (prestazioni, riscatti, anticipazioni, trasferimenti in uscita). Si veda relazione COVIP 2019.

**Tabella 6.5 - I rendimenti dei Fondi Pensione Preesistenti, val. %**

| Anno | Rendimento FPP | Rivalutazione TFR |
|------|----------------|-------------------|
| 2013 | 3,90%          | 1,70%             |
| 2014 | 5,00%          | 1,30%             |
| 2015 | 2,00%          | 1,20%             |
| 2016 | 3,30%          | 1,50%             |
| 2017 | 3,20%          | 1,70%             |
| 2018 | -0,20%         | 1,90%             |
| 2019 | 5,60%          | 1,50%             |

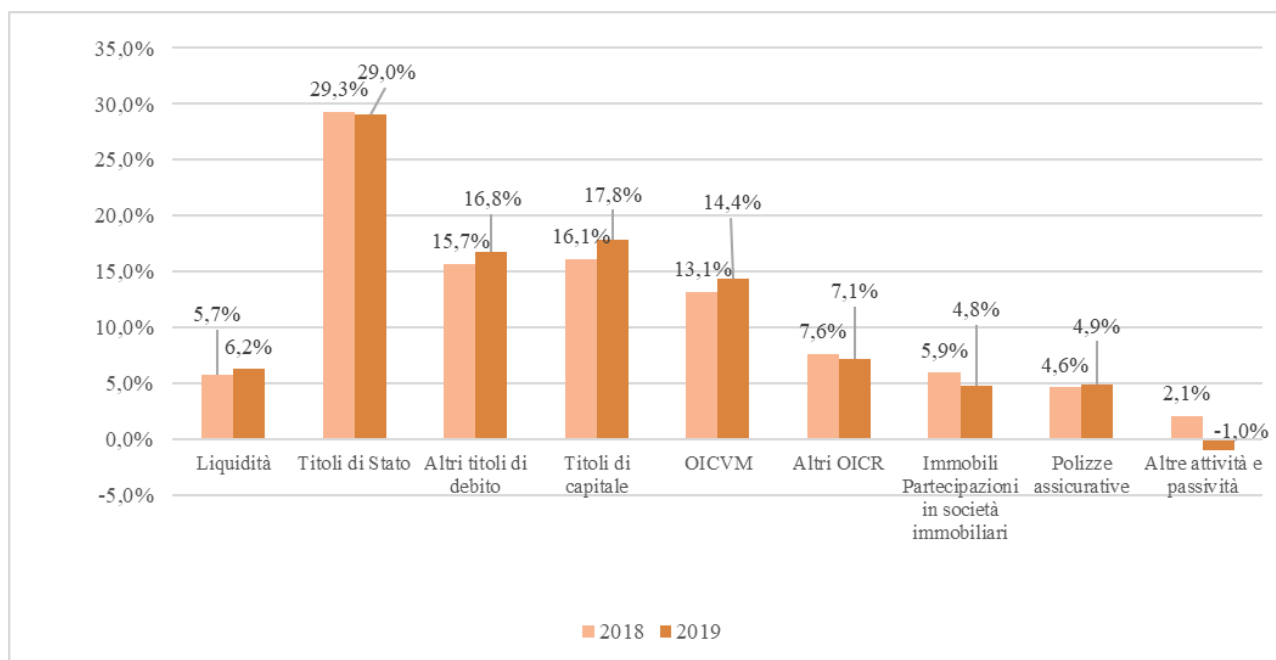
Nel 2019 il rendimento annuo è tornato a essere positivo e pari a quasi quattro volte la rivalutazione del TFR. Il risultato è inferiore al 7,2% ottenuto dai Fondi Negoziali data la forte presenza di investimenti in “gestioni separate assicurative”, il cui risultato nell’anno è stato come sempre positivo e stabilmente intorno all’1,6%.

## 6.2 La gestione delle risorse

**Le modalità di gestione e i gestori** - Le risorse dei Fondi Preesistenti Autonomi sono costituite per il **43,60%** (46,14% nel 2018) da *riserve matematiche presso assicurazioni* per 27,10 miliardi; il **40,72%** (36,20% nel 2018) è affidato a gestori professionali in *gestione finanziaria*, mentre il rimanente **15,68%** (17,67% nel 2018) è *gestito direttamente*. Rispetto al 2018 si nota una lieve riduzione percentuale delle riserve presso le compagnie assicuratrici (conseguente al ridotto rendimento 2019 rispetto alle gestioni finanziarie) mentre si conferma il calo della parte di patrimonio in gestione diretta con l’inevitabile aumento del ricorso al conferimento in gestione finanziaria; fenomeno spesso riscontrato nelle operazioni di confluenza nel fondo del gruppo bancario di appartenenza con conseguente riscatto delle quote di SICAV “dedicate” e relativo passaggio a gestioni convenzionate.

La composizione *del totale investimenti (figura 6.3)*, escluse le riserve matematiche presso le Compagnie di Assicurazione, è per il 45,8% in titoli di debito (di cui il 29% in titoli di stato), il 17,8% in titoli di capitale, il 21,5% in OICR/OICVM (di cui il 4,1% in Fondi Immobiliari), il 4,8% in immobili e partecipazioni in società immobiliari, il 4,9% in polizze assicurative di tipo finanziario e il 6,2% in liquidità. Rispetto allo scorso anno si rileva un discreto aumento dei titoli di capitale (+1,7%) mentre aumentano lievemente i titoli di debito (in particolare i *corporate* con l’1,1% in più mentre sono stabili i titoli di stato). Si riducono gli investimenti immobiliari del 2% (-1,9%) mentre crescono lievemente liquidità, polizze assicurative e OICR. Situazione che riflette la ripresa dei mercati finanziari nel 2019.

**Figura 6.3 - Composizione degli investimenti dei Fondi Preesistenti, val. %, anni 2018 e 2019**



Fonte: elaborazioni Itinerari Previdenziali su dati COVIP e su database proprietario

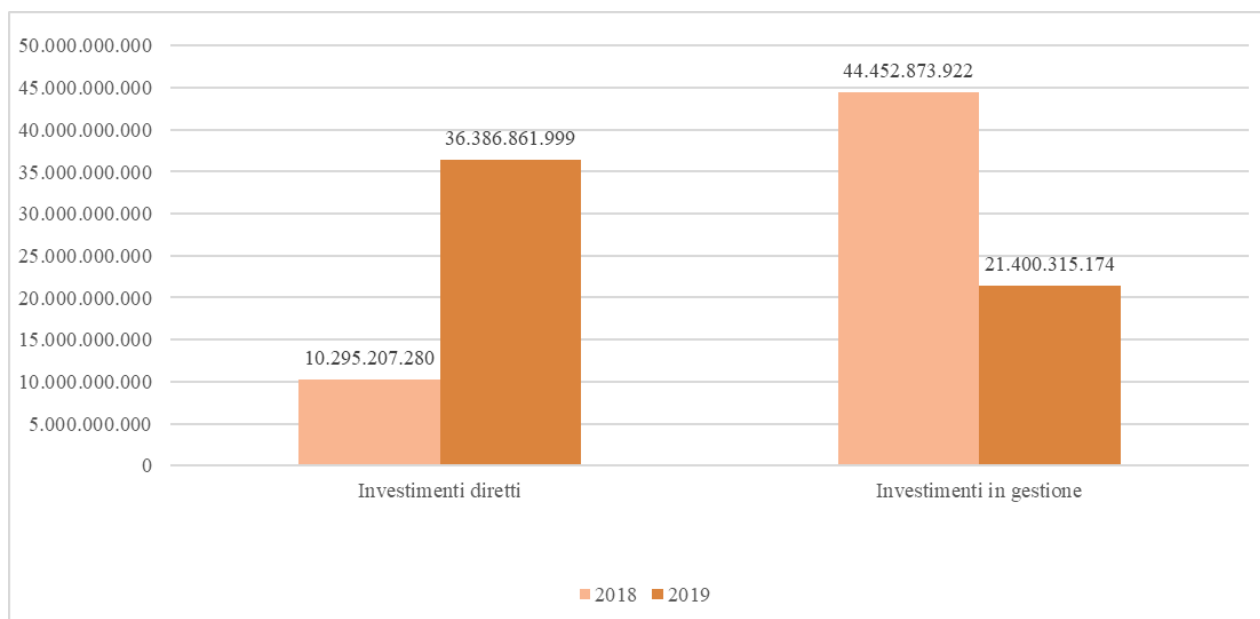
Considerando i 45 fondi esaminati nel presente Report l'aumento medio del patrimonio è stato del 5,3%, (56 miliardi contro 53,2 del 2018) ovvero l'1,1% in meno rispetto a quello dell'insieme dei preesistenti; il dato del campione è però condizionato dal fatto che per ben 8 fondi sono stati usati i dati dello scorso anno, stante l'indisponibilità dei bilanci 2019 e quindi con incremento nullo del loro patrimonio.

La **figura 6.4** evidenzia come la parte **gestita in via diretta** ammonti a **36,430 miliardi di euro, di cui 25,833 miliardi in polizze assicurative principalmente di ramo I o ramo V (gestioni separate)**, pari al **63%** del totale destinato alle prestazioni, mentre **21,400 miliardi (37%)** sono affidati a gestori professionali tramite mandati finanziari.

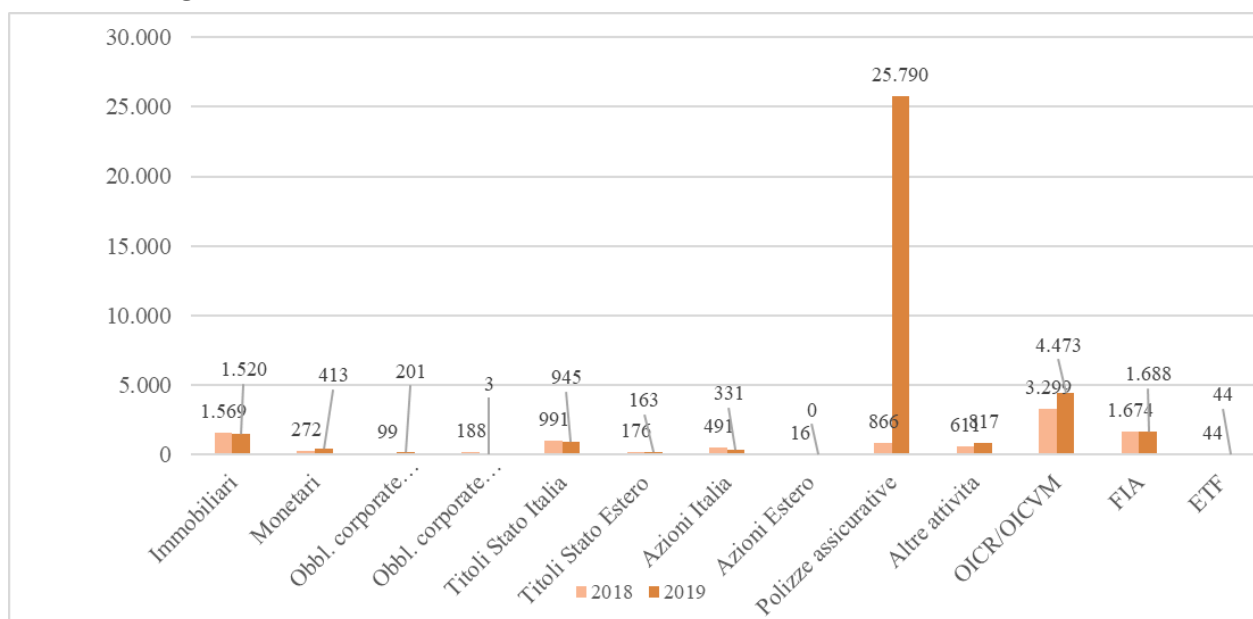
Ciò premesso, nel 2019 non si sono verificate particolari variazioni per le diverse tipologie di investimento con l'eccezione degli OICR/OICVM che hanno avuto un incremento di circa 1,2 miliardi pari al 36% (**figura 6.5**). L'aumentato interesse per questa forma di investimento è probabilmente legato al buon andamento dei mercati finanziari che ha limitato la ricerca di rendimenti tramite strumenti più rischiosi.

**La grande differenza di importo delle polizze assicurative rispetto allo scorso anno è conseguenza della classificazione, per il 2019, di tutte le riserve matematiche presso le Compagnie di Assicurazione come investimenti diretti.** Le **figure 6.4 e 6.5** evidenziano graficamente le variazioni intervenute per l'adozione della nuova classificazione delle polizze in investimenti diretti poiché, come noto, le gestioni separate sono gestite in monte e in autonomia dalle Compagnie per tutti i sottoscrittori.

**Figura 6.4 - La gestione degli investimenti dei Fondi Pensione Preesistenti, anni 2018 e 2019**

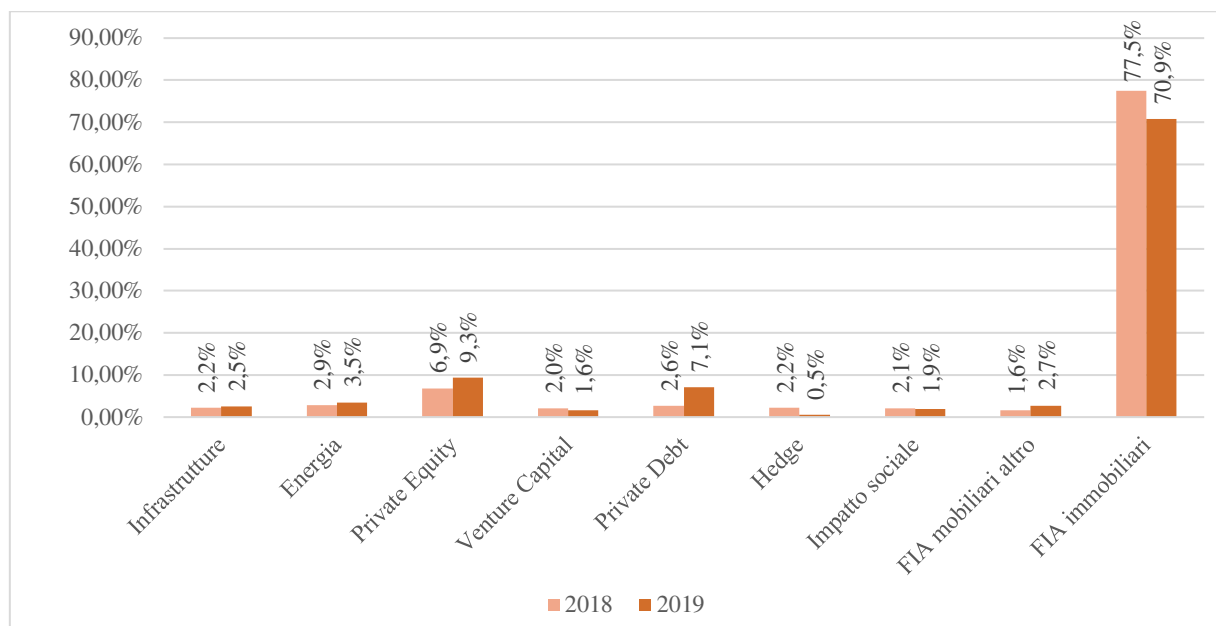


**Figura 6.5 - Gli investimenti diretti dei Fondi Pensione Preesistenti, anni 2018 e 2019**



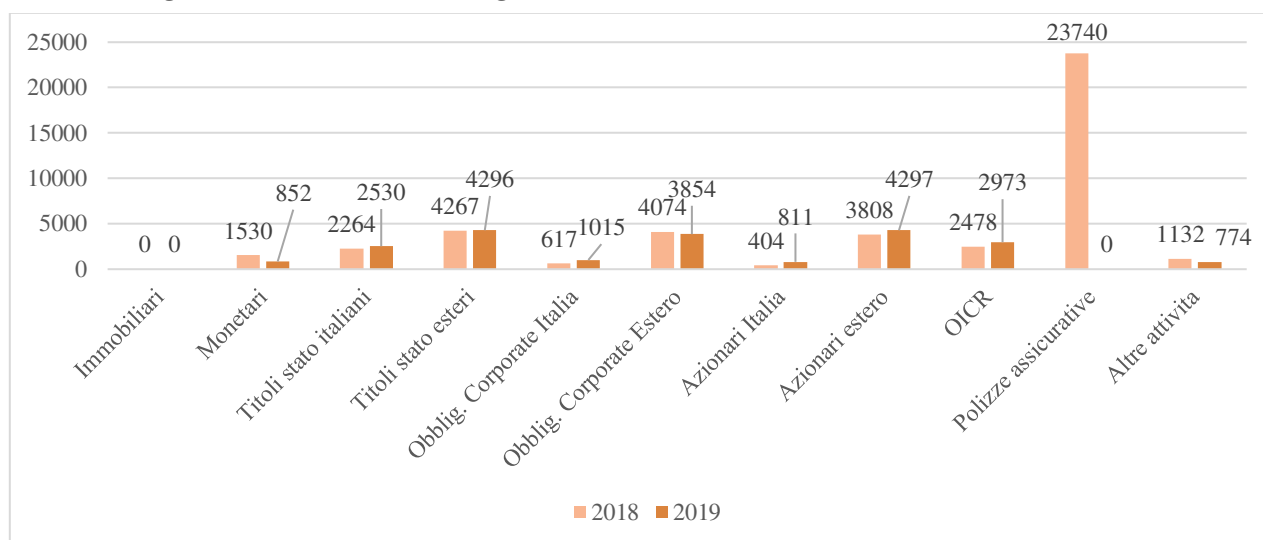
In merito alla tipologia dei FIA (*figura 6.6*), possiamo notare come i maggiori investimenti siano ancora quelli in fondi immobiliari (anche se in calo dal 77,46% del 2018 al 70,85% del 2019) seguiti da quelli di *private equity* (9,33%), e *private debt* passato dal 2,6% del 2018 al 7,12% del 2019; le altre tipologie sono sostanzialmente stabili con l'eccezione degli *Hedge* che si riducono allo 0,50% dal 2,16% dello scorso anno.

**Figura 6.6 - Le tipologie di FIA acquistati dai Fondi Pensione Preesistenti, anni 2018 e 2019**



La quota della categoria “altro”, lievemente cresciuta rispetto al 2018, è riconducibile alla presenza in alcuni fondi di SICAV dedicate alla gestione del patrimonio che prevedono una percentuale di prodotti “alternative” senza fornire ulteriori dettagli. Per quanto riguarda le *risorse affidate ai gestori* (investimenti indiretti tramite mandati), rispetto al 2018 non ci sono particolari variazioni nelle *tipologie degli investimenti conferiti in gestione*, con lievi variazioni in crescita per la quota italiana di titoli di stato, obbligazioni corporate, OICR e azioni sia italiane che estere. La parte azionaria italiana si è praticamente raddoppiata grazie all’acquisto di partecipazioni in Banca d’Italia da parte fondi bancari.

**Figura 6.7 - Gli investimenti in gestione dei Fondi Pensione Preesistenti, anni 2018 e 2019**



**Economia reale domestica** - Gli investimenti in *economia reale nazionale* costituiscono il **4,08%** del patrimonio per un controvalore di circa 2,4 miliardi, senza considerare i titoli di Stato e gli immobili (sulla base della definizione adottata nel Report i titoli di Stato presenti in percentuale rilevante nei patrimoni dei fondi e gli immobili detenuti direttamente non sono considerati nella percentuale degli investimenti in economia reale). La quota, per quanto non elevata, è cresciuta

rispetto all'anno scorso ed è composta per il 2,10% da obbligazioni *corporate* (1,2 miliardi) e per l'1,98% da azioni (1,1 miliardi in cui confluiscono le citate partecipazioni in Banca d'Italia). Considerando separatamente gli investimenti in gestione e quelli diretti le percentuali sono rispettivamente del 8,53% e dell'1,46%. Il modesto investimento in economia reale italiana è strettamente legato ai *benchmark* di mercato diversificati su scala internazionale (dove la quota dell'Italia è marginale) assegnati ai gestori; a ciò si aggiunge l'esiguità dei mercati dei capitali privati e le difficoltà nella valorizzazione e liquidabilità degli strumenti non quotati. Senza apprezzabili effetti si sono rivelate le agevolazioni fiscali introdotte per incentivare gli investimenti a lungo termine in quanto l'inclusione delle società UE tra quelle "qualificate" non aiuta di certo, soprattutto quando si parla di gestori internazionali. Questa osservazione risalta chiaramente esaminando gli importi anziché le percentuali: in gestione troviamo 1,8 miliardi in Italia contro 8,2 miliardi all'estero mentre direttamente i fondi investono 531 milioni nel Paese contro 3 milioni all'estero.

Le percentuali raddoppiano con un 10,27% complessivo inserendo fra gli investimenti nell'economia domestica i titoli di Stato che sono, nelle gestioni il 20,35% e negli investimenti diretti un modesto 4,34%, dato quest'ultimo influenzato dalla fortissima presenza delle gestioni separate assicurative che ammontano a 25,833 miliardi sui 36,430 miliardi del totale (71%) e di cui non sono noti i dettagli. In valori assoluti, i gestori investono 2,5 miliardi in titoli di stato italiani e 3,9 miliardi in titoli esteri mentre direttamente abbiamo 995 milioni in titoli di stato domestici e 163 milioni in titoli esteri.

## I gestori

**Gestione diretta** - In merito alla parte di patrimonio dei Fondi Preesistenti in *gestione diretta*, una quota importante è investita in strumenti di risparmio gestito quali OICR/OICVM e FIA, una quota molto residuale è dedicata agli ETF (rimane una sola quota di 42 milioni in capo a un unico fondo). La **tabella 6.6** mostra la classifica delle prime 5 società che gestiscono OICR/OICVM nelle quali hanno investito *direttamente* i Fondi Pensione Preesistenti.

**Tabella 6.6 - I primi 5 gestori di OICR per investimenti diretti dei Fondi Preesistenti nel 2019**

| <b>Gestore</b>  | <b>TOTALE</b> |
|---|---------------|
| Effepilux SICAV - Fondo Pensione Unicredit                      | 3.049.568.791 |
| Fondaco Previdenza Ucits SICAV - Fondo Pensioni BNL/BNP Paribas | 770.009.000   |
| Axa IM  | 44.852.711    |
| JP Morgan AM  | 43.520.000    |
| Amundi  | 42.134.021    |

Il Fondo Pensione per il personale delle aziende del Gruppo Unicredit è proprietario, come quotista unico, della SICAV Ucits di diritto lussemburghese Effepilux, costituita da sei sub-fund dedicati ai prodotti mercati regolamentati<sup>12</sup>, e di una SIF-SICAV FIA per gli investimenti in asset alternativi, composta da tre sub-fund<sup>13</sup>. Una parte delle risorse finanziarie gestite dal fondo tramite le due SICAV sono affidate ai gestori professionali elencati nella tabella 6.1.1.

Anche il Fondo Pensioni del Personale del Gruppo BNL/BNP Paribas a gennaio 2019 ha costituito la SICAV Ucits di diritto lussemburghese "Fondaco Previdenza", caratterizzata da una struttura

<sup>12</sup> Investimenti a Breve Termine, Titoli di Stato ed Inflazione, Corporate IG Mondo, Corporate High Yield e Obbligazionario Paesi emergenti, Azionario e Liquid Alternatives.

<sup>13</sup> *Real Estate*, *Alternativo* e *Private Debt*.



multicomparto e organizzata in quattro sub-fund<sup>14</sup>, di cui il Fondo Pensioni è l'unico investitore. In questo caso, non è stato purtroppo possibile reperire né il nome dei gestori professionali ai quali viene affidata parte delle risorse né l'ammontare in gestione.

Entrambi i Fondi Pensione si sono dotati di un comitato strategico attraverso il quale decidono direttamente gli investimenti da effettuare per il tramite delle SICAV.

**Tabella 6.6.1 - I gestori di Effepilux SICAV**

| Gestori        | AUM al 30/06/2020<br>(in mln di euro) |
|----------------|---------------------------------------|
| Amundi         | 321                                   |
| Credit Suisse  | 422                                   |
| Fondaco Sgr    | 159                                   |
| Blackrock      | 246                                   |
| Vontobel       | 100                                   |
| State Street   | 255                                   |
| Partners Group | 105                                   |

La **tabella 6.7** mostra la classifica delle prime 5 società che gestiscono FIA (fondi d'investimento alternativi) acquisiti **direttamente** dai Fondi Pensione Preesistenti, rimasta pressoché stabile rispetto al 2018 anche relativamente agli importi in gestione.

**Tabella 6.7 - I primi 5 gestori di FIA per investimenti diretti dei Fondi Preesistenti nel 2019**

| Gestore                     | TOTALE      |
|-----------------------------|-------------|
| Effepilux                   | 351.097.797 |
| DeA Capital Real Estate Sgr | 220.711.247 |
| BNP Paribas Real Estate     | 208.378.328 |
| Investire Sgr               | 87.432.904  |
| Prelios                     | 72.489.385  |

**Gestione indiretta** - Considerando gli investimenti **conferiti in gestione** troviamo conferma della politica dei fondi nel ricorrere a soggetti qualificati esterni per una gestione finanziaria sempre più complessa e specialistica, in ciò incoraggiati dalle nuove disposizioni IORP II. La **tabella 6.8** e i grafici (**figure 6.8 e 6.9**) rappresentano la classifica dei primi 10 gestori rispettivamente per numero di mandati e per risorse gestite (AUM). Per quanto riguarda il **numero dei mandati**, rispetto al 2018 la situazione rimane abbastanza stabile nelle prime posizioni dove si confermano in doppia cifra Amundi, Eurizon, e Anima, cui si aggiunge Azimut passato da 4 a 10 mandati. Scompare invece Banca Aletti nelle more degli accorpamenti in atto dei fondi del Banco Popolare.

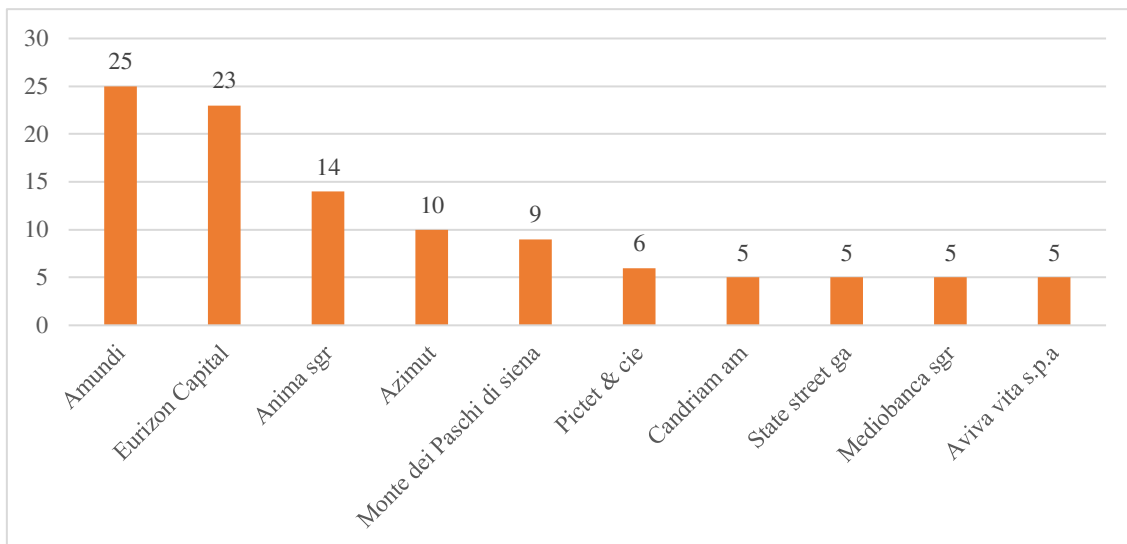
Passando agli **AUM**, rispetto al 2018 nel 2019 si è avuta anche qui una sostanziale stabilità con lievi cambi di posizione tra Anima e AXA che si scambiano la posizione; nelle prime posizioni troviamo la conferma dei gestori finanziari Amundi, Eurizon, Monte dei Paschi di Siena, PIMCO, Pictet ed Anima con masse gestite superiori al miliardo e con AXA che lo sfiora con 964 milioni.

<sup>14</sup> Obbligazionario Governativo, Obbligazionario Corporate, Azionario e Alternativo/*Absolute Return*.

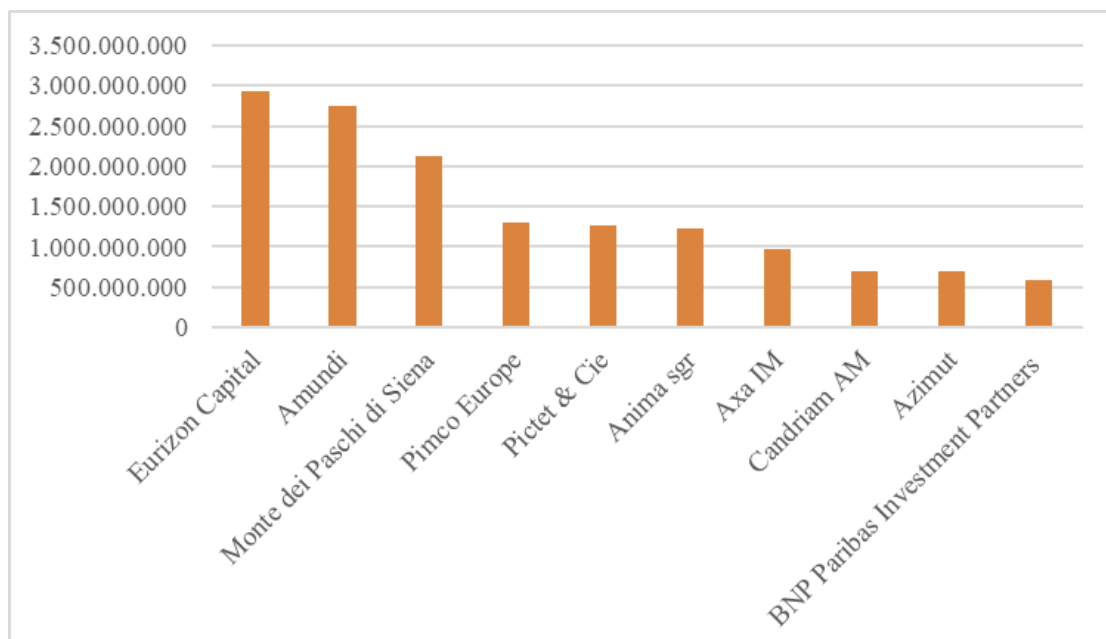
**Tabella 6.8 - I primi 10 gestori per AUM e numero di mandati scelti dai Fondi Preesistenti nel 2019**

| Gestore                             | Numero Mandati | AUM           | Mandato medio | Quota di mercato |
|-------------------------------------|----------------|---------------|---------------|------------------|
| Eurizon Capital                     | 23             | 2.939.484.497 | 127.803.674   | 13,61%           |
| Amundi                              | 25             | 2.751.729.946 | 110.069.198   | 12,74%           |
| Monte Dei Paschi Di Siena           | 9              | 2.132.704.479 | 236.967.164   | 9,87%            |
| Pimco Europe                        | 4              | 1.296.908.906 | 324.227.227   | 6,00%            |
| Pictet & Cie                        | 6              | 1.258.574.825 | 209.762.471   | 5,83%            |
| Anima Sgr                           | 14             | 1.232.244.411 | 88.017.458    | 5,70%            |
| Axa Im                              | 4              | 964.357.704   | 241.089.426   | 4,46%            |
| Candriam Am                         | 5              | 694.264.077   | 138.852.815   | 3,21%            |
| Azimut                              | 10             | 690.412.082   | 69.041.208    | 3,20%            |
| BNP Paribas Investment Partners Sgr | 4              | 579.864.753   | 144.966.188   | 2,68%            |

**Figura 6.8 - I primi 10 gestori dei Fondi Preesistenti per numero di mandati, 2019**



**Figura 6.9 - I primi 10 gestori dei Fondi Preesistenti per risorse gestite, 2019**



Per **quote di mercato** in termini di *asset* in gestione guida la classifica Eurizon con il 13,61%, seguita da **Amundi** con il 12,74% e da **Monte Paschi** con il 9,87%. Il **mandato medio** vale circa **121 milioni** (non confrontabile con quello del 2018 che considerava anche le polizze assicurative) con punte di 367 milioni per Deutsche Bank, 324 per Pimco e 253 milioni per Ellipsis; da notare che queste società hanno pochissimi mandati (1 Deutsche ed Ellipsis e 4 Pimco).

Di seguito il quadro delle **Gestioni Assicurative** generalmente di Ramo I e Ramo V e da sempre massicciamente presenti nei fondi preesistenti e spesso dalla loro costituzione. Il mercato è praticamente monopolizzato dalle 3 principali compagnie: Generali, UnipolSai e Allianz; su un totale di 25,8 miliardi gestiti, ben 23 (89,5%) sono in capo a loro quale conseguenza della longevità dei rapporti e dalla formula con garanzie su capitale e rendimenti che sono ancora attive per quanto accantonato fino a pochi anni fa. La **tabella 6.9** riporta l'insieme dei gestori assicurativi.

A conclusione, rileviamo come la ricerca sempre più difficoltosa di rendimenti, ma con particolare attenzione ai profili di rischio, fa sì che la tipologia dei mandati tenda ad ampliarsi verso quelli più flessibili. Tuttavia, non viene meno la preferenza degli iscritti verso investimenti a basso rischio anche se con rendimenti contenuti. Nel 2019 troviamo **33 mandati garantiti** (in gran parte tramite gestioni separate assicurative) per 20,3 miliardi, **55 bilanciati** per 7,4 miliardi, **73 obbligazionari** tra specializzati e bilanciati-obbligazionari per 5,6 miliardi, **36 azionari** per 3,1 miliardi (in crescita) e **20 flessibili** (in aumento per 2,8 miliardi). La generale riduzione del numero dei mandati è principalmente ascrivibile alla già ricordata diversa classificazione delle polizze assicurative.

**Tabella 6.9 - I gestori delle polizze assicurative 2019**

| Assicurazione   | AUM            | Quota di mercato |
|---|----------------|------------------|
| Generali italia S.p.A.  | 10.336.240.813 | 42,87%           |
| Allianz S.p.A.  | 5.879.488.043  | 24,38%           |
| Unipolsai Assicurazioni S.p.A.  | 5.335.193.898  | 22,13%           |
| Reale Mutua Assicurazioni   | 620.978.311    | 2,58%            |
| Fideuram Vita S.p.A.  | 499.605.917    | 2,07%            |
| Aviva Vita S.p.A.   | 364.683.550    | 1,51%            |
| BCC Vita S.p.A. Compagnia di Assicurazione Vita                             | 256.875.911    | 1,07%            |
| Creditras Vita S.p.A.   | 210.311.802    | 0,87%            |
| Crédit Agricole Vita S.p.A.   | 132.970.831    | 0,55%            |
| Assimoco Vita S.p.A. Compagnia di Assicurazione sulla Vita                  | 124.294.796    | 0,52%            |
| Credemvita S.p.A.   | 119.684.631    | 0,50%            |
| BNP Paribas Cardif Vita Compagnia di Assicurazione e Riassicurazione S.p.A. | 56.739.000     | 0,24%            |
| Aviva Assicurazioni S.p.A.  | 55.338.980     | 0,23%            |
| Società Cattolica di Assicurazione - Società Cooperativa                    | 42.254.703     | 0,18%            |
| Itas Vita S.p.A.  | 34.052.669     | 0,14%            |
| Zurich Investments Life S.p.A.  | 26.077.741     | 0,11%            |
| Popolare Vita S.p.A.  | 12.000.017     | 0,05%            |
| AXA Mps Assicurazioni vita S.p.A.   | 6.190.440      | 0,03%            |
| AXA Assicurazioni S.p.A.  | 48.380         | 0,00%            |
| Totale  | 24.113.030.434 | 100,00%          |

**Banca depositaria** - Praticamente tutti i fondi considerati nel Report utilizzano la banca depositaria considerando anche le disposizioni della normativa IORPII. Ovviamente rimangono esclusi i fondi che sono a totale gestione assicurativa, quindi con titoli presso la depositaria della compagnia, oppure in amministrazione controllata o in liquidazione e quindi senza una vera e propria gestione finanziaria.

**Service amministrativo** - I fondi analizzati nel Report che non ricorrono a questo servizio sono molto pochi e riguardano quelli a gestione interamente assicurativa, o in fase di liquidazione o dotati, sin dalla loro costituzione, di adeguate strutture amministrative quali Previdai e Mario Negri. Il numero degli operatori è estremamente ridotto e i primi 3 (Previnet, Accenture Managed Service e Parametrica Pension Fund) coprono oltre il 50% degli iscritti. I rimanenti operatori sono spesso società del gruppo aziendale di riferimento del fondo.

**Advisor** - Aumentano i fondi che si avvalgono di più *advisor*, ognuno dei quali specializzato su specifiche tipologie di investimento: *Real estate*, prodotti ESG, *risk analysis*, ecc. Questa richiesta di maggiore specializzazione, ovviamente, fa sì che cresca anche il numero di *advisor* presenti sul mercato. Inoltre, è da verificare per queste tipologie di servizio l'impatto della direttiva IORPII che prevede tutta una serie di funzioni specifiche correlate alla gestione finanziaria.

*L'elenco completo delle banche depositarie, dei service amministrativi e degli advisor finanziari per ciascun fondo preesistente sono disponibili nell'area riservata del sito di Itinerari Previdenziali, così come le classifiche di tutti i gestori per AUM e per numero di mandati.*

## 7. Le Fondazioni di origine Bancaria: attività, partecipazioni, patrimoni e gestori

Le Fondazioni di origine Bancaria sono un'importante realtà di investitori istituzionali che, pur non avendo iscritti né soggetti associati, svolge un ruolo centrale nelle politiche di “*welfare* territoriale” garantendo un fondamentale sostegno in termini assistenziali e di sviluppo ai territori di riferimento nonché all'economia del Paese; sono state, e lo sono tuttora, un presidio importante per la tenuta del sistema bancario italiano. Anche per questi motivi, come vedremo nel prosieguo, hanno pagato un rilevante prezzo in termini di patrimonializzazione. Infine, nel cruciale e fondamentale tema per il nostro Paese della “*povertà educativa*” le Fondazioni di Origine Bancaria sono state *il* punto di riferimento per gran parte delle politiche sociali<sup>15</sup>.

Il numero delle Fondazioni di origine Bancaria operanti nel nostro Paese è passato da 88 a **86** in seguito a un'incorporazione e una fusione tra Fondazioni nel corso del 2019; in questa **settima edizione** del Report, vengono analizzate **le prime 27 Fondazioni** per “totale attivo”, di cui 18 classificate da ACRI come Grandi e 9 come Medio Grandi, che **per patrimonio netto contabile** rappresentano **oltre l'85% del totale complessivo** gestito di tali enti. Nella **tabella 7.1** è riportata la classifica delle Fondazioni per **totale attivo**.

In base ai dati di bilancio e a quelli forniti dall'ACRI (l'Associazione delle Fondazioni di Origine Bancaria), nel **2019 il patrimonio netto contabile delle 86 Fondazioni è passato da 39,7 miliardi** (invariato dal 2016) **a 40,3 miliardi**. Il **totale degli attivi** di bilancio delle Fondazioni ammonta a **47 miliardi** (45,7 miliardi nel 2018, 46,1 nel 2017, 46,35 nel 2016 e 48,55 miliardi nel 2015) e si è ridotto nel tempo (da 52,8 nel 2011, a 51 nel 2012 a 49,2 nel 2013 e 48,6 nel 2014). Occorre tuttavia considerare il rilevante importo delle erogazioni pari a **24,1 miliardi** tra il 2000 e il 2019 che sommate al patrimonio farebbero **superare** i 70 miliardi, effettuate tra l'altro, in un lungo periodo di crisi in cui le banche conferitarie hanno visto drasticamente ridursi le loro quotazioni, innalzarsi la volatilità e azzerarsi i dividendi che solo recentemente hanno ripreso a distribuire; nel contempo le Fondazioni hanno sostenuto grossi sforzi per capitalizzare le banche conferitarie contribuendo al sostegno e al rafforzamento del sistema bancario italiano.

Il 2019 è stato un anno molto positivo per i mercati, in particolare nell'ultima parte dell'anno, che ha consentito la crescita del patrimonio netto e accantonamenti per il futuro. Il **rendimento medio** del patrimonio è stato del **6,5%**, risultato che non si vedeva dagli anni prima della crisi (più del doppio del 2018, anno in cui aveva **segnato un 2,7%** e maggiore del **5,3%** del 2017).

---

<sup>15</sup> Le Fondazioni di origine Bancaria perseguono il loro scopo istituzionale attraverso la destinazione diretta di parte del patrimonio alle politiche di *welfare* per il proprio territorio fornendo altresì sostegno all'economia reale attraverso l'investimento di quote del proprio patrimonio in strumenti finanziari utili a sostenere progetti di sviluppo per le infrastrutture del Paese, la piccola media impresa o altre attività ritenute importanti per la collettività. Tra queste la partecipazione nella **Cassa Depositi e Prestiti** e la creazione della **Fondazione con il Sud**. Al di là quindi di poco convincenti polemiche contrarie a questi Enti, le Fondazioni di origine Bancaria sono tra i pochi e più importanti Investitori Istituzionali del Paese a cui si devono molti meriti tra i quali il sostegno per la tenuta del sistema bancario italiano. Di queste erogazioni hanno beneficiato sette principali settori: Arte e Cultura, Volontariato Filantropia e Beneficenza, Assistenza sociale, Ricerca e sviluppo, Fondo Povertà Educativa, Sviluppo locale, Educazione, Istruzione e Formazione (che rappresentano oltre il 90% delle erogazioni).

**Tabella 7.1 - Le prime 27 Fondazioni di origine Bancaria per totale attivo**

| <b>Fondazione</b>                             | <b>Totale Attivo 2019</b> | <b>Totale Attivo 2018</b> |
|---|---------------------------|---------------------------|
| Fondazione Cariplo                            | 7.927.201.220             | 7.516.624.731             |
| Compagnia di San Paolo                        | 6.992.475.690             | 6.820.867.194             |
| Fondazione C.R. Torino                        | 2.781.806.018             | 2.743.621.504             |
| Fondazione C.R. Padova e Rovigo               | 2.632.982.296             | 2.407.868.339             |
| Fondazione C.R. Verona Vicenza Belluno Ancona | 2.199.521.731             | 2.226.169.031             |
| Fondazione C.R. Firenze                       | 1.918.312.602             | 1.886.877.612             |
| Fondazione Roma                               | 1.866.419.995             | 1.790.761.598             |
| Fondazione C.R. Cuneo                         | 1.562.039.146             | 1.502.605.333             |
| Fondazione C.R. Lucca                         | 1.301.086.238             | 1.286.212.981             |
| Fondazione C.R. Bologna                       | 1.197.805.443             | 1.165.079.971             |
| Fondazione Cariparma                          | 1.194.650.155             | 1.170.762.889             |
| Fondazione Sardegna                           | 1.053.453.185             | 1.019.817.657             |
| Fondazione C.R. Modena                        | 961.191.336               | 978.648.939               |
| Fondazione C.R. Bolzano                       | 658.826.729               | 704.709.018               |
| Fondazione Pisa (*)                           | 647.457.706               | 647.457.706               |
| Fondazione C.R. Perugia                       | 578.705.951               | 572.929.063               |
| Fondazione C.R. Pistoia e Pescia              | 559.183.881               | 523.322.978               |
| Fondazione Banca Monte Lombardia              | 532.523.862               | 536.557.580               |
| Fondazione C.R. Forlì                         | 526.266.280               | 505.899.588               |
| Fondazione Monte Paschi i Siena               | 518.009.944               | 500.401.525               |
| Fondazione C.R. Trento e Rovereto             | 459.847.213               | 441.139.012               |
| Fondazione di Piacenza e Vigevano             | 415.824.874               | 406.361.655               |
| Fondazione Venezia                            | 384.449.607               | 382.761.939               |
| Fondazione Friuli                             | 352.393.856               | 344.186.100               |
| Fondazione CR Ascoli Piceno                   | 310.164.228               | 300.136.525               |
| Fondazione C.R. Carpi (*)                     | 295.130.983               | 295.130.983               |
| Fondazione Cassamarca                         | 254.100.740               | 276.696.563               |
| <b>Totale attivo</b>                          | <b>40.081.830.909</b>     | <b>38.953.608.014</b>     |
| <b>Totale attivo 86 fondazioni ACRI</b>       | <b>46.985.110.739</b>     | <b>45.674.956.968</b>     |
| % campione 27 Fond su 86                      | 85,31%                    | 85,28%                    |
| <b>Patrimonio netto delle 86 Fondazioni</b>   | <b>40.771.587.905</b>     | <b>39.649.616.513</b>     |

(\*) Bilancio non disponibile alla data di redazione del Report, sono stati inseriti i dati 2018

### ***Le modalità di gestione e i gestori***

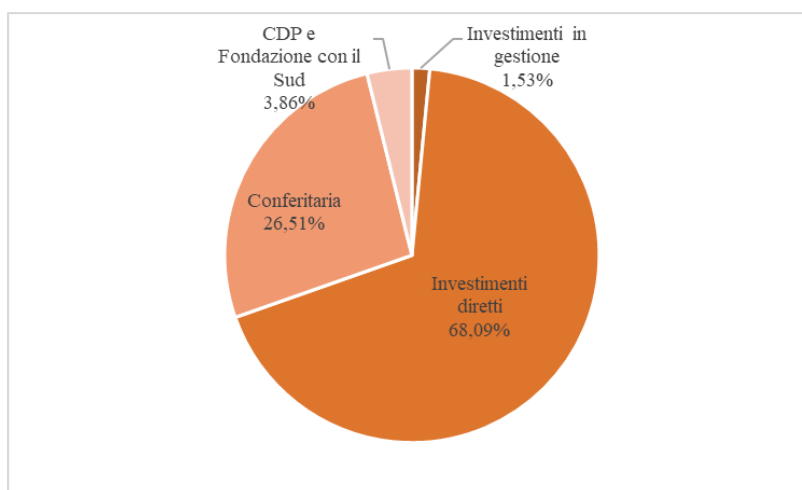
Una quota rilevante del patrimonio delle Fondazioni di origine Bancaria, come risulta dall'analisi dei bilanci, è investita direttamente nella banca *conferitaria* di riferimento, cioè l'istituto bancario di cui erano parte integrante prima della legge Ciampi del 2000.

Il Protocollo sottoscritto volontariamente tra le Fondazioni di origine Bancaria e il MEF nell'aprile 2015 prevedeva entro la primavera del 2018 (o del 2020 a seconda che si tratti di banca quotata o non), la riduzione del patrimonio investito nella propria conferitaria in misura non superiore **al 33%** del totale delle risorse investite direttamente o indirettamente (calcolate ambedue - conferitaria e risorse - a valore di mercato). Il rientro al 33% del patrimonio, che aveva subito un rallentamento negli ultimi due anni precedenti all'approssimarsi della scadenza, ha segnato un'accelerazione e le eccedenze si sono ridotte a pochi enti.

Oltre agli investimenti istituzionali, le Fondazioni investono direttamente una quota del loro attivo tra immobili di proprietà, opere d'arte, strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, OICR) e altre forme di investimento. La ripartizione per macroaree di investimento è riportata nella tabella che segue e nella **figura 7.1** e vede il **30,38%**, in diminuzione rispetto al 34% del 2016, del patrimonio investito in impieghi istituzionali e il 70% tra investimenti diretti e indiretti.

| Impieghi delle Fondazioni maggiori (27 Fondazioni) |                |                          |
|--|----------------|--------------------------|
| 30,38%   | 12.175.156.466 | Impieghi istituzionali   |
| 68,09%   | 27.291.665.217 | Investimenti diretti     |
| 1,53%  | 615.009.226    | Investimenti in gestione |
| 100,00%  | 40.081.830.909 | Totale investimenti      |

**Figura 7.1 - La ripartizione dell'attivo delle 27 Fondazioni esaminate, su un totale di 86 (anno 2019) 40 miliardi euro - 85% del totale di 47 miliardi**



La **tabella 7.2** riporta l'elenco delle Fondazioni con la percentuale di patrimonio investita nella propria banca conferitaria, in CDP e in Fondazione per il Sud (impieghi cosiddetti istituzionali). Il peso della conferitaria sul totale attivo si è ridotto in cinque anni dal 36% del 2014 al 26,5% del 2019 in seguito a cessioni e ad adeguamento ai valori di mercato del prezzo di carico della conferitaria. Gli investimenti in Cassa Depositi e Prestiti ed in Fondazione con il Sud registrano una lieve variazione, legata a scambi di quote di partecipazioni.

Gli investimenti nella banca conferitaria e in Cassa Depositi e Prestiti rappresentano il nucleo principale degli investimenti strategici delle Fondazioni.

Relativamente agli investimenti diretti, che rappresentano per il complesso delle Fondazioni bancarie i due terzi del totale dell'attivo, è necessario mettere in evidenza come la gestione di questa parte determinante dell'attivo sia cambiata nel corso degli anni successivi alla crisi del 2008, che ha lasciato tanti segni profondi e duraturi nei bilanci di questi enti.

Occorre ricordare che le Fondazioni "perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico" che rappresenta la loro missione.

**Tabella 7.2 - Investimenti nella conferitaria e istituzionali**

| Fondazione                             | Totale attivo 2019    | Conferitaria          | Conferitaria su Totale Attivo in % | eccedenza sul 33% (teorico) Protocollo ACRI MEF | Investimento istituzionale in CDP | % su totale attivo | Investimento istituzionale in Fondazione con il Sud | % su totale attivo | Totale investimenti istituzionali | Investimenti istituzionali su totale attivo in % |
|--|-----------------------|-----------------------|------------------------------------|---|-----------------------------------|--------------------|---|--------------------|-----------------------------------|--|
| Fondazione Cariplo                     | 7.927.201.220         | 1.777.973.841         | 22,43%                             |   | 169.570.312                       | 2,14%              | 34.406.811  | 0,43%              | 1.981.950.964                     | 25,00%   |
| Compagnia di San Paolo                 | 6.992.475.690         | 2.746.152.978         | 39,27%                             | 6,27%   | 176.797.249                       | 2,53%              | 29.596.000  | 0,42%              | 2.952.546.227                     | 42,22%   |
| Fondazione C.R. Torino                 | 2.781.806.018         | 650.606.847           | 23,39%                             |   | 156.564.790                       | 5,63%              | 0   | 0,00%              | 807.171.637                       | 29,02%   |
| Fondazione CR Padova e Rovigo          | 2.632.982.296         | 672.015.672           | 25,52%                             |   | 62.620.539                        | 2,38%              | 11.355.290  | 0,43%              | 745.991.501                       | 28,33%   |
| Fond. CR Verona Vicenza Belluno Ancona | 2.199.521.731         | 977.315.791           | 44,43%                             | 11,43%  | 0                                 | 0,00%              | 0   | 0,00%              | 977.315.791                       | 44,43%   |
| Fondazione CR Firenze                  | 1.918.312.602         | 570.142.708           | 29,72%                             |   | 62.853.778                        | 3,28%              | 0   | 0,00%              | 632.996.486                       | 33,00%   |
| Fondazione Roma                        | 1.866.419.995         | 83.916.902            | 4,50%                              |   | 0                                 | 0,00%              | 5.523.002   | 0,30%              | 89.439.904                        | 4,79%  |
| Fondazione C.R. Cuneo                  | 1.562.039.146         | 253.950.318           | 16,26%                             |   | 78.237.178                        | 5,01%              | 6.424.571   | 0,41%              | 338.612.067                       | 21,68%   |
| Fondazione CR Lucca                    | 1.301.086.238         | 111.383.487           | 8,56%                              |   | 87.449.100                        | 6,72%              | 4.436.682   | 0,34%              | 203.269.269                       | 15,62%   |
| Fondazione CR Bologna                  | 1.197.805.443         | 324.531.725           | 27,09%                             |   | 0                                 | 0,00%              | 6.656.666   | 0,56%              | 331.188.391                       | 27,65%   |
| Fondazione Cariparma                   | 1.194.650.155         | 738.178.629           | 61,79%                             | 28,79%  | 72.495.474                        | 6,07%              | 0   | 0,00%              | 810.674.103                       | 67,86%   |
| Fondazione di Sardegna                 | 1.053.453.185         | 471.332.211           | 44,74%                             | 11,74%  | 161.950.335                       | 15,37%             | 1.840.409   | 0,17%              | 635.122.955                       | 60,29%   |
| Fondazione CR Modena                   | 961.191.336           | 147.633.819           | 15,36%                             |   | 20.731.529                        | 2,16%              | 6.117.757   | 0,64%              | 174.483.105                       | 18,15%   |
| Fondazione CR Bolzano                  | 658.826.729           | 394.297.777           | 59,85%                             | 26,85%  | 13.017.993                        | 1,98%              | 2.125.190   | 0,32%              | 409.440.960                       | 62,15%   |
| Fondazione Pisa                        | 647.457.706           | 0                     | 0,00%                              |   | 0                                 | 0,00%              | 0   | 0,00%              | 0                                 | 0,00%  |
| Fondazione CR Perugia                  | 578.705.951           | 111.270.900           | 19,23%                             |   | 62.788.855                        | 10,85%             | 1.018.201   | 0,18%              | 175.077.956                       | 30,25%   |
| Fondazione CR Pistoia e Pescia         | 559.183.881           | 31.335.562            | 5,60%                              |   | 34.423.879                        | 6,16%              | 1.705.158   | 0,30%              | 67.464.599                        | 12,06%   |
| Fondazione Banca Monte di Lombardia    | 532.523.862           | 180.396.803           | 33,88%                             | 0,88%   | 43.649.657                        | 8,20%              | 0   | 0,00%              | 224.046.460                       | 42,07%   |
| Fondazione CR Forlì                    | 526.266.280           | 86.550.062            | 16,45%                             |   | 46.611.931                        | 8,86%              | 2.021.650   | 0,38%              | 135.183.643                       | 25,69%   |
| Fondazione Monte Paschi Siena          | 518.009.944           | 74.243                | 0,01%                              |   | 4.096.473                         | 0,79%              | 34.694.721  | 6,70%              | 38.865.437                        | 7,50%  |
| Fondazione CR Trento e Rovereto        | 459.847.213           | 0                     | 0,00%                              |   | 41.422.760                        | 9,01%              | 1.112.336   | 0,24%              | 42.535.096                        | 9,25%  |
| Fondazione Piacenza e Vigevano         | 415.824.874           | 72.382.316            | 17,41%                             |   | 34.169.589                        | 8,22%              | 1.688.913   | 0,41%              | 108.240.818                       | 26,03%   |
| Fondazione di Venezia                  | 384.449.607           | 64.424.036            | 16,76%                             |   | 43.568.646                        | 11,33%             | 1.426.659   | 0,37%              | 109.419.341                       | 28,46%   |
| Fondazione Friuli                      | 352.393.856           | 102.299.708           | 29,03%                             |   | 12.731.868                        | 3,61%              | 406.879   | 0,12%              | 115.438.455                       | 32,76%   |
| Fondazione CR Ascoli Piceno            | 310.164.228           | 0                     | 0,00%                              |   | 0                                 | 0,00%              | 695.824   | 0,22%              | 695.824                           | 0,22%  |
| Fondazione CR Carpi                    | 295.130.983           | 11.171.107            | 3,79%                              |   | 8.721.550                         | 2,96%              | 0   | 0,00%              | 19.892.657                        | 6,74%  |
| Fondazione Cassamarca                  | 254.100.740           | 48.092.820            | 18,93%                             |   | 0                                 | 0,00%              | 0   | 0,00%              | 48.092.820                        | 18,93%   |
| <b>Totale prime 27 Fondazioni</b>      | <b>40.081.830.909</b> | <b>10.627.430.262</b> | <b>26,51%</b>                      | <b>3,34%</b>                                    | <b>1.394.473.485</b>              | <b>3,48%</b>       | <b>153.252.719</b>                                  | <b>0,38%</b>       | <b>12.175.156.466</b>             | <b>30,38%</b>                                    |

A differenza degli altri investitori istituzionali, le Fondazioni Bancarie non hanno raccolto nuova, iscritti, adesioni; possono contare solo sul proprio patrimonio – rimasto invariato da anni – la cui conservazione e crescita dipende dai redditi prodotti dalla gestione del patrimonio e che, da soli, possono consentire alle Fondazioni di adempiere al loro scopo: sostenere il benessere della comunità e promuovere lo sviluppo economico e sociale del territorio.

Obiettivo primario resta quindi la salvaguardia del valore reale del portafoglio ottimizzando la combinazione tra redditività e rischio per conseguire rendimenti reali e (flussi) duraturi per garantire la propria azione attraverso le erogazioni. Passato il tempo dei dividendi delle partecipazioni bancarie e degli interessi del portafoglio obbligazionario, che garantiva flussi di cassa costanti e duraturi, è iniziato un percorso di revisione dell'attività di gestione dei portafogli di questi enti. La complessità dell'attività in un lungo periodo di rendimenti bassi degli investimenti obbligazionari è stata accelerata e amplificata dalle incertezze e dalla volatilità dei mercati, accentuatasi nel 2019 e a maggior ragione nel 2020.

Sulla gestione della parte prevalente del portafoglio finanziario è cominciata una fase, intrapresa inizialmente dalle Fondazioni più grandi ma poi estesa gradualmente anche a quelle di dimensione media, alla ricerca di soluzioni per soddisfare le nuove esigenze emerse nell'attività di gestione del portafoglio: riduzione dei rischi complessivi attraverso una diversificazione non solo geografica ma di settori, mercati e strumenti; flessibilità e dinamismo della gestione per adeguarsi rapidamente ai mutamenti; gestori specializzati, presidio del *risk management*, visione complessiva del portafoglio per definire strumenti specifici di copertura dei rischi; semplificazione amministrativa, riduzione dei costi di gestione e ottimizzazione fiscale.

A fronte delle necessità delle Fondazioni e non solo, il mercato ha offerto varie soluzioni. Nel corso degli anni, con un'accelerazione nel 2018 e 2019 e ancora in corso, sono sempre più le Fondazioni che utilizzano piattaforme e comparti dedicati. Si tratta di veicoli in forma di fondi o sub-fondi SICAV UCITS ma più spesso di SIF, qualificati come Fondi Alternativi di diritto lussemburghese, contenitori indipendenti e con obiettivi di investimento dedicati anche per singola fondazione a cui far confluire

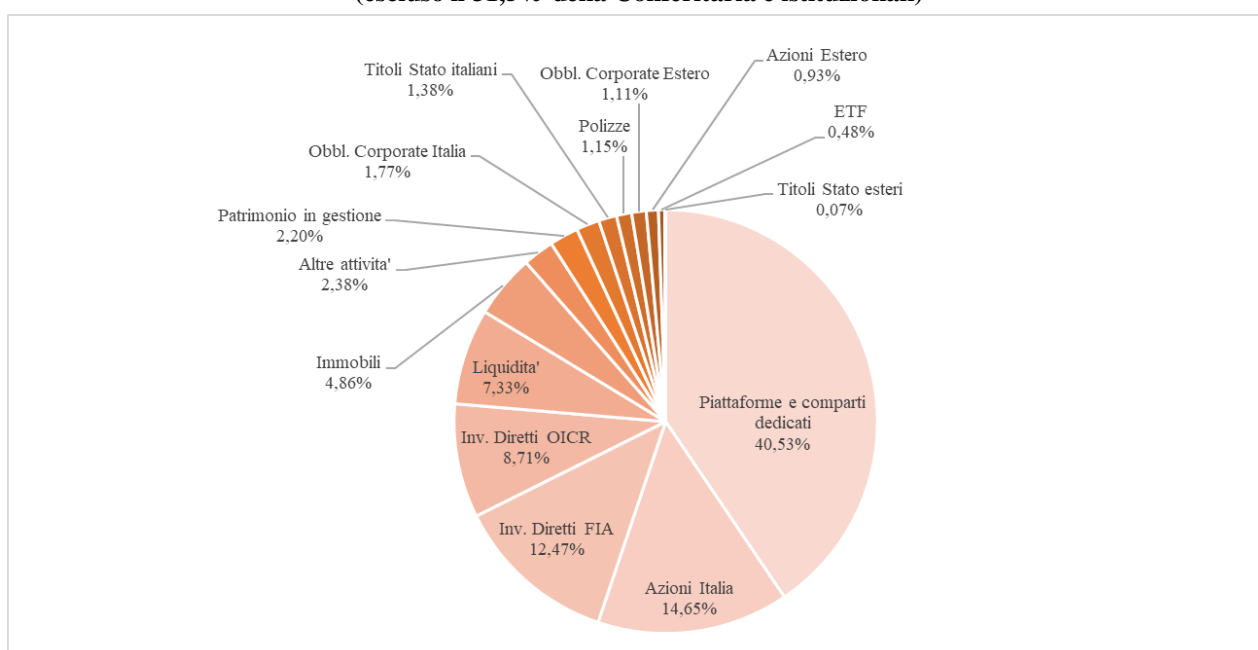


parte o tutto il portafoglio finanziario non investito negli investimenti strategici (conferitaria, CDP, azioni italiane) o gli investimenti in fondi chiusi specializzati.

Nella nostra analisi, **su 27 fondazioni ben 16 utilizzano veicoli dedicati** che rappresentano ormai il **41%** degli investimenti diretti, come esposto nella **figura 7.2**.

Nell'esame dei bilanci 2019, al fine di evidenziare meglio il processo in corso, i dati sono stati esposti tenendo distinti gli investimenti alternativi in senso stretto, ovvero fondi (prevalentemente chiusi) specializzati, di *private equity*, *venture capital*, *private debt*, fondi infrastrutturali, fondi immobiliari, fondi in energie rinnovabili, fondi hedge, investimenti a impatto sociale, dalle piattaforme e dai comparti dedicati che utilizzano strumenti e strategie alternative in senso molto più ampio e in cui gli investimenti alternativi hanno un peso limitato.

**Figura 7.2 - La diversificazione degli investimenti diretti delle Fondazioni (escluso il 31,5% della Conferitaria e istituzionali)**



Nell'esaminare gli **investimenti diretti** operati dalle Fondazioni in prodotti e servizi gestiti, la **figura 7.2** e la successiva **tabella 7.3** indicano l'elevato grado di diversificazione con particolare riguardo agli investimenti in **economia reale**. Gli investimenti diretti delle Fondazioni di origine Bancaria (esclusi quelli nella Conferitaria, in CDP e Fondazione con il Sud) sono pari a **27,9 miliardi di euro**, di cui 1,355 miliardi in immobili strumentali e 26 miliardi in investimenti finanziari (non affidati quindi con mandato di gestione patrimoniale). Tra questi investimenti **17,35 miliardi** sono allocati in prodotti di gestione collettiva (OICR, ETF e OICR Alternativi). Gli investimenti **immobiliari** nel loro complesso rappresentano il **3,4%** del totale patrimonio.

I titoli di Stato rappresentano l'**1,01%** del totale degli investimenti, di cui lo **0,96%** in titoli di Stato italiani e lo **0,05%** in titoli di Stato esteri.

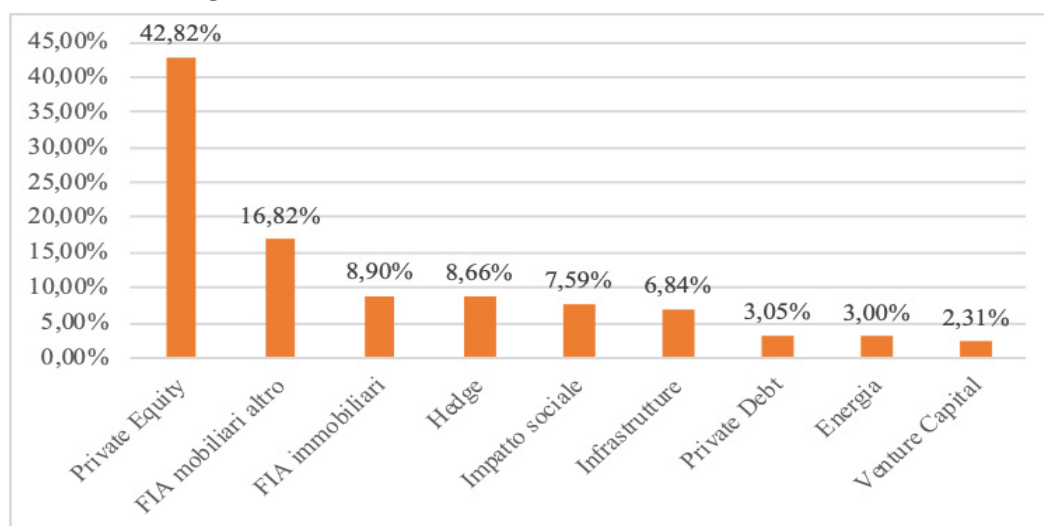
**Tabella 7.3 - Le tipologie di investimenti diretti e indiretti (tramite mandati di gestione)**

| Fondazione                      | Immobili             | Liquidità            | Obbligazioni         | Azioni               | Polizze            | Inv. Diretti OICR     | Inv. Diretti FIA     | Altre attività     | ETF                | Patrimonio in gestione |
|---------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|--------------------|--------------------|------------------------|
| Fondazione Cariplo              | 35.968.720           | 3.563.018            | 8.391.140            | 381.521.611          | 0                  | 5.212.232.432         | 285.028.211          | 18.545.124         | 0                  | 0                      |
| Compagnia di San Paolo          | 35.714.463           | 125.237.805          | 0                    | 298.783.987          | 0                  | 2.381.905.603         | 1.103.691.000        | 94.596.605         | 0                  | 0                      |
| Fondazione CR Torino            | 1.339.557            | 110.344.760          | 302.028.515          | 1.259.669.875        | 0                  | 80.344.206            | 191.609.694          | 15.425.143         | 13.872.631         | 0                      |
| Fondazione CR Padova e Rovigo   | 0                    | 136.281.959          | 0                    | 84.728.013           | 0                  | 1.018.800.000         | 624.300.000          | 22.880.823         | 0                  | 0                      |
| Fond. CR Verona, Vi, BL e AN    | 416.221.702          | 51.869.907           | 6.000.764            | 53.247.004           | 0                  | 649.895.363           | 7.238.613            | 37.732.587         | 0                  | 0                      |
| Fondazione CRi Firenze          | 127.774.037          | 180.472.147          | 34.432.951           | 9.189.366            | 5.000.000          | 707.097.435           | 52.594.209           | 61.455.078         | 4.097.080          | 103.203.813            |
| Fondazione Roma                 | 138.071.822          | 130.841.533          | 0                    | 6.685.291            | 0                  | 1.436.592.642         | 22.481.213           | 42.307.590         | 0                  | 0                      |
| Fondazione CR Cuneo             | 21.163.423           | 158.536.163          | 141.128.574          | 384.004.422          | 100.532.175        | 187.380.643           | 185.630.466          | 43.832.142         | 1.219.071          | 0                      |
| Fondazione CR Lucca             | 82.589.447           | 103.087.134          | 70.321.386           | 169.807.147          | 24.304.309         | 278.874.372           | 295.068.155          | 15.630.249         | 1.109.807          | 57.024.963             |
| Fondazione CR Bologna           | 22.926.571           | 85.919.537           | 0                    | 224.736.284          | 0                  | 446.563.516           | 44.940.396           | 41.530.748         | 0                  | 0                      |
| Fondazione Cariparma            | 22.404.627           | 20.620.106           | 66.684.874           | 60.278.157           | 45.526.083         | 83.000.000            | 35.430.774           | 39.027.424         | 11.004.007         | 0                      |
| Fondazione di Sardegna          | 18.815.962           | 64.306.948           | 20.925.838           | 15.006.797           | 0                  | 44.567.826            | 237.789.929          | 13.920.423         | 2.996.507          | 0                      |
| Fondazione CRi Modena           | 35.956.512           | 119.737.408          | 4.240.606            | 253.731.905          | 0                  | 300.000.000           | 39.672.347           | 10.824.827         | 9.999.879          | 12.544.747             |
| Fondazione CR Bolzano           | 81.603.772           | 10.238.569           | 49.500.000           | 11.770.112           | 41.669.903         | 33.404.707            | 17.385.056           | 3.813.650          | 0                  | 0                      |
| Fondazione Pisa                 | 25.655.891           | 14.513.485           | 207.396.493          | 79.757.403           | 0                  | 75.806.108            | 190.774.588          | 53.553.738         | 0                  | 0                      |
| Fondazione CR Perugia           | 27.012.712           | 25.050.177           | 46.246               | 19.032.666           | 3.828.485          | 0                     | 7.119.921            | 20.748.905         | 8.783.500          | 292.005.383            |
| Fondazione CR Pistoia e Pescia  | 29.558.538           | 94.238.419           | 148.619.743          | 89.053.909           | 16.492.263         | 20.155.622            | 22.617.525           | 12.667.450         | 58.529.541         | -213.728               |
| Fond.Banca Monte Lombardia      | 25.775.883           | 6.339.098            | 10.000.000           | 192.739.459          | 0                  | 41.322.223            | 2.046.263            | 12.357.031         | 0                  | 17.897.445             |
| Fondazione CR Forlì             | 15.898.108           | 6.320.692            | 4.937.511            | 86.305.451           | 5.000.000          | 229.804.513           | 30.870.977           | 6.804.437          | 5.140.948          | 0                      |
| Fondazione Monte Paschi Siena   | 27.229.921           | 205.978.077          | 4.301.930            | 77.391.013           | 0                  | 135.410.418           | 19.439.768           | 9.393.380          | 0                  | 0                      |
| Fondazione CR Trento e Rovereto | 0                    | 203.065.892          | 17.206.943           | 107.013.841          | 19.500.000         | 2.500.000             | 24.525.597           | 28.251.643         | 15.248.201         | 0                      |
| Fondazione Piacenza e Vigevano  | 19.931.892           | 96.635.687           | 31.975.000           | 20.627.232           | 28.351.946         | 90.565.929            | 3.698.270            | 13.752.050         | 0                  | 2.046.050              |
| Fondazione di Venezia           | 21.925.934           | 5.760.545            | 0                    | 102.181.697          | 0                  | 130.000.000           | 2.500.000            | 12.662.090         | 0                  | 0                      |
| Fondazione Friuli               | 4.581.495            | 40.316.496           | 15.319.019           | 22.035.883           | 13.874.383         | 123.860.403           | 11.343.035           | 5.624.687          | 0                  | 0                      |
| Fondazione CR Ascoli Piceno     | 24.368.757           | 2.275.722            | 0                    | 170.972.562          | 0                  | 0                     | 10.473.848           | 4.029.421          | 0                  | 97.348.094             |
| Fondazione CR Carpi             | 20.180.571           | 38.619.276           | 53.985.737           | 87.294.045           | 10.683.683         | 21.054.604            | 8.216.446            | 2.051.505          | 0                  | 33.152.459             |
| Fondazione Cassamarca           | 73.005.892           | 4.474.594            | 9.381.400            | 80.486.366           | 7.212.279          | 7.891.858             | 2.150.000            | 20.173.617         | 1.231.914          | 0                      |
| <b>Totale</b>                   | <b>1.355.676.209</b> | <b>2.044.645.154</b> | <b>1.206.824.670</b> | <b>4.348.051.498</b> | <b>321.975.509</b> | <b>13.739.030.423</b> | <b>3.478.636.301</b> | <b>663.592.367</b> | <b>133.233.086</b> | <b>615.009.226</b>     |
| <b>in % su Totale attivo</b>    | <b>3,38%</b>         | <b>5,10%</b>         | <b>3,01%</b>         | <b>10,85%</b>        | <b>0,80%</b>       | <b>34,28%</b>         | <b>8,68%</b>         | <b>1,66%</b>       | <b>0,33%</b>       | <b>1,53%</b>           |

Dall'esame delle 27 Fondazioni, sono state rilevate oltre 120 case d'investimento che forniscono strumenti finanziari agli investimenti diretti delle Fondazioni di origine Bancaria. Di particolare rilievo oltre all'ammontare degli investimenti alternativi (rispetto ad altri investitori istituzionali) anche il numero dei gestori: i fondi immobiliari, che rappresentano lo **0,8%** del patrimonio totale, sono gestiti da **18** case, alcune delle quali gestiscono anche altre tipologie di alternativi. Le polizze nelle varie forme rappresentano lo 0,80% del patrimonio e sono gestite da 19 compagnie mentre per gli OICR alternativi le fabbriche sono **quasi 120**.

È aumentata l'attenzione verso gli strumenti alternativi (in senso stretto), portando gli investimenti complessivi a **3,5 miliardi** di euro, contro i 2,2 miliardi del 2018, a parità di criteri e depurando, come illustrato in precedenza, gli investimenti nelle piattaforme (**figura 7.3**). L'interesse verso questo tipo di investimenti risiede nel ruolo che possono assumere nell'ambito della ricerca di maggiori rendimenti, nel contribuire con un premio di rendimento per la loro illiquidità, e con una diversificazione nella durata del rischio degli investimenti a lungo termine. La crescita più consistente (a 1,5 miliardi di euro) si è registrata per i fondi di *private equity*, dovuta a una serie di iniziative a carattere globale, ma anche regionale europeo e statunitense. Altri settori in crescita gli investimenti a impatto sociale (residenziale sanitario, *housing sociale*, programmi di rigenerazione, etc.) con un +35% rispetto all'anno precedente e nel *venture capital* (+22%). Per gli altri settori le percentuali di investimento si sono mantenute ai livelli precedenti.

**Figura 7.3 - La suddivisione dei FIA delle Fondazioni nel 2019**



**Le piattaforme** - Si tratta di una nuova modalità per la gestione delle risorse delle Fondazioni che in questi ultimi anni si è abbastanza diffusa; la piattaforma consente economie di scala e vantaggi sia contabili che gestionali. Nella **tabella 7.4** pur disponendo di informazioni in parte incomplete da parte dei bilanci ufficiali, esponiamo le principali piattaforme utilizzate dalle Fondazioni.

**Tabella 7.4 - Le piattaforme di investimento delle Fondazioni Bancarie**

| Gestori/fondi                                      | Management           | Fondazioni               |
|--|----------------------|--------------------------|
| <b>Quaestio Alternative Funds SICAvFIS</b>         |                      |                          |
| QAF Fund One                                       | Quaestio Capital SGR | Fond Cariplo             |
| QAF Fund Four                                      | Quaestio Capital SGR | Fond Piacenza e Vigevano |
| QAF Fund Six                                       | Quaestio Capital SGR | Fond Friuli              |
| <b>Quaestio Solution Funds - UCITS</b>             |                      |                          |
| Global Diversified I                               | Quaestio Capital SGR | Fond MPS                 |
| Global Diversified III                             | Quaestio Capital SGR | Fond Piacenza & Vigevano |
| Global Diversified VIII                            | Quaestio Capital SGR | Fond Forli               |
| Global Diversified V                               | Quaestio Capital SGR | Fond Friuli              |
| Global Enhanced Cash                               | Quaestio Capital SGR | Fond Forli               |
| Diversified Bond yield                             | Quaestio Capital SGR | Fond Forli               |
| <b>Fondaco SGR</b>                                 |                      |                          |
| Multi Asset Income                                 | Fondaco SGR          | Compagnia San Paolo      |
| Growth   | Fondaco SGR          | Compagnia San Paolo      |
| Active Investment                                  | Fondaco SGR          |                          |
| Fondazione Roma SIF                                | Fondaco SGR          | Fondazione Roma          |
| EuroCash   | Fondaco SGR          | Compagnia San Paolo      |
| <b>Eurizon Capital</b>                             |                      |                          |
| <b>Alternative SICAV SIF Asset Allocation Fund</b> |                      |                          |
| Global Diversified                                 | Eurizon SA (Lux)     | Fond CR Bologna          |
| Global Diversified 2                               | Eurizon SA (Lux)     | Fond CR Firenze          |
| Montecuccoli Diversified Multiasset                | Eurizon SA (Lux)     | Fond CR Modena           |
| <b>GAM</b>   |                      |                          |
| <b>Multilabel Sicav</b>                            |                      |                          |
| Dogal Multimanager Diversified                     | GAM Lux              | Fond di Venezia          |
|  | GAM Lux              | Fond di Venezia          |
| <b>Piattaforma Fondazioni SICAV SIF</b>            |                      |                          |
| Piattaforma Fondazioni Sardegna                    | Alter Domus          | Fond di Sardegna         |
| <b>Indaco SCA SIF</b>                              |                      |                          |
| Atlantide  | Valeur Capital Ltd   | Fond di Sardegna         |

Dopo aver enucleato gli investimenti attraverso le piattaforme e i comparti dedicati, esaminiamo ora gli investimenti diretti in OICR suddivisi per tipologia: in **tabella 7.5**, sono evidenziate tre classi con pesi molto vicini tra di loro: gli OICR obbligazionari (31,4%), gli OICR altro (27,6%) e gli azionari (25,6%) che in ogni caso presentano caratteristiche diverse dagli stessi comparti del passato: gli obbligazionari molto più specializzati (paesi emergenti, *high yield*, *credit*) così come per azionari (con esclusione dell'Italia: paesi emergenti, regionali Europa e USA). Gli OICR definiti “altro” raccolgono l’universo dei prodotti flessibili, a ritorno assoluto e *multiasset*.

L’insieme degli OICR vale **3 miliardi di euro** e sono gestiti da **80 gestori** diversi con notevoli differenziazioni e specializzazioni.

**Tabella 7.5 - Le tipologie e gli importi degli OICR in cui investono le Fondazioni**

| Investimenti diretti in OICR     |               | in %    |
|----------------------------------|---------------|---------|
| <b>Obbligazionari</b>            | 973.458.258   | 31,41%  |
| <b>Bilanciati obbligazionari</b> | 242.000.000   | 7,81%   |
| <b>Bilanciati</b>                | 234.193.594   | 7,56%   |
| <b>Azionari</b>                  | 793.519.364   | 25,61%  |
| <b>Altro</b>                     | 855.733.330   | 27,61%  |
| <b>TOTALE</b>                    | 3.098.904.546 | 100,00% |

Nella **tabella 7.6** si riportano i primi 5 gestori per Asset Under Management (sui **157** gestori di OICR tradizionali e alternativi) che rappresentano complessivamente il **75%** del totale.

Le prime tre posizioni sono assegnate ai gestori delle principali piattaforme: Quaestio Capital Management, Fondaco ed Eurizon seguiti, con un forte salto da Azimut, al quarto posto, e al quinto **Amundi**.

**Tabella 7.6 - I primi 5 gestori per Asset Under Management (OICR e FIA)**

| Gestore                                      | TOTALE         | in % sul totale |
|--|----------------|-----------------|
| <b>Quaestio Capital Management Sgr s.p.a</b> | 5.758.826.088  | 33,40%          |
| <b>Fondaco sgr</b>                           | 5.381.762.138  | 31,30%          |
| <b>Eurizon Capital</b>                       | 1.508.390.271  | 8,80%           |
| <b>Azimut</b>                                | 272.485.790    | 1,60%           |
| <b>Amundi</b>                                | 240.675.211    | 1,40%           |
|  | 13.162.139.498 | 76,40%          |

Nella **tabella 7.7** sono riportati i valori che appaiono sotto la voce “*strumenti finanziari affidati in gestione patrimoniale individuale*” come da schema previsto dalla normativa di settore. Le gestioni patrimoniali continuano a ridurre il loro peso nel 2019 (hanno registrato un calo del 29% rispetto alle risorse gestite del 2018): il patrimonio (**1,5%** del totale delle 27 Fondazioni esaminate) è stato affidato da **8** Fondazioni a **21** gestori con **39** mandati, di cui esponiamo i primi cinque gestori per patrimonio assegnato.

**Tabella 7.7 - Elenco dei mandati di gestione assegnati alle società specializzate nella gestione**

| Gestore                 | Risorse     | % Risorse | n° mandati |
|-------------------------|-------------|-----------|------------|
| Nextam Partners sgr spa | 212.451.018 | 34,90%    | 2          |
| Eurizon Capital         | 83.758.359  | 13,76%    | 4          |
| Credit Suisse A.M.      | 79.860.486  | 13,12%    | 2          |
| Goldman Sachs           | 51.453.180  | 8,45%     | 2          |
| Fideuram A.M.           | 28.364.563  | 4,66%     | 2          |

### L'economia reale e le Fondazioni di origine Bancaria

Le Fondazioni, per la loro origine e per il forte legame con il territorio delle banche da cui sono nate, hanno sempre dedicato molta attenzione “*all’economia reale*”. In questo Report con “*economia reale*” si intendono gli investimenti in Italia o in imprese italiane; sono esclusi dal perimetro, i titoli di Stato, gli immobili strumentali e non, la liquidità e altre attività (crediti vari, ratei, etc.). L’utilizzo di veicoli e piattaforme segregate rende sempre più difficile identificare gli investimenti in economia reale italiana, tuttavia dall’esame emergono cifre sempre interessanti. Complessivamente le 27 Fondazioni esaminate sul totale di **40** miliardi di euro di attivo hanno destinato all’economia reale italiana, 18 miliardi ovvero il 44,4% del totale dell’attivo (*tabella 7.8*); i titoli di Stato come investimento, esclusi dal nostro computo avrebbero poco peso, poiché con **384** milioni di euro, rappresentano solo lo **0,96%** del totale attivo delle Fondazioni. Entrando nel dettaglio, dei circa **18** miliardi di euro, ben 10,7 miliardi (il 60,7%) sono investiti sulle conferitarie; oltre alle azioni detenute direttamente dalle Fondazioni, sono comprese nel calcolo anche le azioni della conferitaria inserite in gestioni patrimoniali.

**Tabella 7.8 - Investimenti in economia reale italiana**

| Investimento                        | 2019                  | % su tot. attivo delle 27 Fondazioni |
|-------------------------------------|-----------------------|--------------------------------------|
| Conferitaria                        | 10.627.430.262        | 26,51%                               |
| CDP                                 | 1.394.473.485         | 3,48%                                |
| Fondazione con il Sud               | 153.252.719           | 0,38%                                |
| Obbligazioni Corporate Italia       | 493.779.244           | 1,23%                                |
| Azioni Italia                       | 4.216.974.506         | 10,20%                               |
| Inv. Diretti OICR                   | 3.591.583             | 0,01%                                |
| Inv. Diretti FIA                    |                       |                                      |
| <i>Infrastrutture</i>               | 235.748.537           | 0,59%                                |
| <i>Energie rinnovabili</i>          | 65.079.129            | 0,16%                                |
| <i>Private Equity</i>               | 170.515.725           | 0,43%                                |
| <i>Venture Capital</i>              | 53.673.354            | 0,13%                                |
| <i>Private Debt</i>                 | 12.741.035            | 0,03%                                |
| <i>Investimenti impatto sociale</i> | 194.900.253           | 0,49%                                |
| <i>FIA immobiliari</i>              | 285.197.597           | 0,71%                                |
| <b>TOTALE</b>                       | <b>17.779.030.905</b> | <b>44,36%</b>                        |

## 8. Le Casse privatizzate dei Liberi Professionisti: attività, iscritti, pensionati, patrimoni e gestori

Le Casse privatizzate dei Liberi Professionisti istituite in base ai decreti legislativi n. 509/1994 e 103/1996, operative alla data del 31 dicembre 2019, sono stabili a quota **20**. Nell'analisi che segue è esclusa l'ONAOI<sup>16</sup>. Alle 19 Casse privatizzate analizzate nel presente Report, fanno capo **22** diverse gestioni previdenziali, in quanto INPGI ha in gestione anche INPGI - Gestione separata (cosiddetta INPGI 2) ed ENPAIA gestisce separatamente le pensioni dei Periti Agrari e degli Agrotecnici.

**Numero degli iscritti e dei pensionati** - Il totale degli iscritti in attività (alle Casse privatizzate, a fine 2019, è di **1.676.387** pari circa al 7% della forza lavoro complessiva del Paese e registra leggero aumento rispetto all'anno precedente, pari allo **0,75%** (*tabella 8.1 e figura 8.1*).

Il *rapporto di genere* (AdEPP, IX Report Annuale 2019, su 2018) mostra come il numero di **donne** lavoratrici sul totale degli iscritti abbia raggiunto il **39,8%**. Analizzando puntualmente i dati, si scopre che nelle giovani generazioni (*under 40*) la percentuale sale al **54%**, una percentuale omogenea in tutte le Regioni del Paese.

Le Casse di Previdenza che registrano il maggiore aumento di iscritti in termini percentuali sono: ENPAIA Agrotecnici (+6,93%; già +6,97% del dato 2018 su 2017); la Cassa dei Notai che, torna a essere in crescita (+ 5,47%; rispetto al dato negativo del 2018, -1,52% sull'anno precedente); la Cassa degli Psicologi, ENPAP (+5,40%; il dato 2018 su 2017 era altrettanto positivo del +5,70%); e l'Ente dei Biologi, ENPAB (+ 5,12%). ENPAPI<sup>17</sup> registra un + 8,73%. Nel corso del 2019 l'Ente ha messo a disposizione sia i dati del bilancio dell'anno 2019 sia quelli del 2018 a seguito dell'insediamento del nuovo CdA e CIG, dopo la fase commissariale.

Si registra, tuttavia, anche un aumento del numero di Casse che evidenziano una riduzione del numero degli iscritti; si tratta di 9 gestioni, riferibili a 8 diverse Casse, che sono: CIPAG (- 3,42%) ed Enasarco (-2,69%), EPPI (- 1,63%) e CNPR (-1,28%); le altre hanno avuto riduzioni inferiori all'1%.

Il numero di **pensionati**, al netto del FASC che eroga solo prestazioni in capitale, è pari a **441.291** con un aumento del **3,79%** sull'anno 2018 (incremento uguale a 2018 su 2017). Confrontando il dato degli iscritti con quello dei pensionati, si ricava un rapporto di **3,80 attivi per pensionato** (era di 3,90 nel 2018), ancora molto positivo ma ancora in decrescita rispetto agli anni precedenti.

---

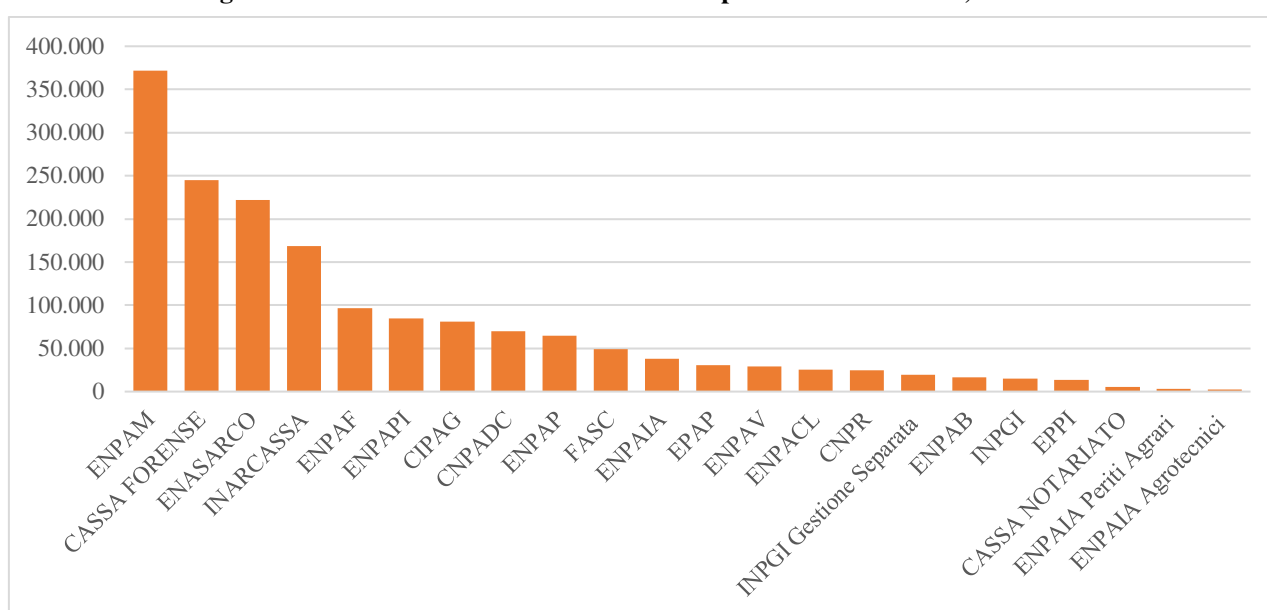
<sup>16</sup> È l'Ente di assistenza orfani delle professioni sanitarie, iscritte a ENPAM (medici), ENPAPI (infermieri professionali) e veterinari; non gestisce forme di previdenza ma assiste gli orfani fino alla maggiore età garantendone l'istruzione.

<sup>17</sup> I dati relativi alla Cassa degli Infermieri Liberi Professionisti ENPAPI per l'anno 2018 sono stati modificati e aggiornati nel *database*, a seguito della messa a disposizione da parte dell'Ente del bilancio relativo a tale annualità; nel Report dello scorso anno, in mancanza di dati a causa del commissariamento dell'Ente, erano stati usati quelli del 2017.

**Tabella 8.1 - Le Casse dei Liberi Professionisti per numero di iscritti, anno 2019**

|   | Cassa         | n. iscritti | Var. % |    | Cassa                | n. iscritti | Var. % |    | Cassa              | n. iscritti | Var. % |
|---|---------------|-------------|--------|----|----------------------|-------------|--------|----|--------------------|-------------|--------|
| 1 | ENPAM         | 371.465     | 1,47%  | 9  | ENPAP                | 64.366      | 5,40%  | 17 | ENPAB              | 16.482      | 5,13%  |
| 2 | CASSA FORENSE | 244.952     | 0,71%  | 10 | FASC                 | 49.318      | 2,19%  | 18 | INPGI              | 14.727      | -0,03% |
| 3 | ENASARCO      | 221.975     | -2,69% | 11 | ENPAIA               | 38.324      | 0,71%  | 19 | EPPI               | 13.479      | -1,63% |
| 4 | INARCASSA     | 168.501     | -0,21% | 12 | EPAP                 | 30.910      | 2,77%  | 20 | CASSA NOTARIATO    | 5.148       | 5,47%  |
| 5 | ENPAF         | 96.829      | 1,23%  | 13 | ENPAV                | 29.044      | -0,71% | 21 | ENPAIA Periti      | 3.283       | 0,27%  |
| 6 | ENPAPI        | 84.415      | 8,73%  | 14 | ENPACL               | 25.372      | -0,38% | 22 | ENPAIA Agrotecnici | 2.067       | 6,93%  |
| 7 | CIPAG         | 81.322      | -3,42% | 15 | CNPR                 | 24.914      | -1,28% |    |                    |             |        |
| 8 | CNPADC        | 69.719      | 1,70%  | 16 | INPGI Gest. Separata | 19.775      | -0,97% |    | Totale             | 1.676.387   | 0,75%  |

**Figura 8.1 - Le Casse dei Liberi Professionisti per numero di iscritti, anno 2019**



**Contributi e prestazioni:** Per il 2019 i contributi incassati dal sistema Casse è stato di **10,88 miliardi** di euro mentre le uscite per prestazioni pensionistiche e assistenziali sono state **6,72 miliardi** di euro; pertanto il **rapporto tra contributi** e prestazioni si è attestato a 1,62. La crescita dei contributi è in linea con quella del 2018, + **3,3%** (+3,33% 2018/2017). Il dato conferma una leggera crescita media generalizzata dei compensi dei professionisti oggetto di contribuzione assistenziale e pensionistica, anche se non tutte le Casse mostrano il dato medio dei redditi dei propri iscritti. Il rapporto tra contributi e prestazioni risulta essere positivo per tutte le Casse di Previdenza, fatta eccezione, come per il 2018, per **INPGI**, dove il **delta è negativo per un importo pari a 133 milioni di euro** (i contributi 2019 sono stati pari a 403 milioni di euro e le uscite per prestazioni pensionistiche di 536 milioni di euro). Il termine entro cui l'Ente deve trovare una soluzione tecnica allo stato di difficoltà in cui versa, per evitare il commissariamento, è stato prorogato al 31 dicembre 2020 dal Decreto Rilancio DL 34/2020 (l'art. 169 del Decreto sposta in avanti il termine originariamente previsto dal DL 34/2019 convertito con L. 58/2019).

**Attivo Patrimoniale e Patrimonio Netto:** Le 19 Casse privatizzate registrano un **attivo patrimoniale pari a 88.549.554.400 euro**. Le risorse a disposizione di questi investitori istituzionali continuano quindi a crescere in termini costanti, con un aumento percentuale del **6,70%** dato migliore rispetto al 2018 (+5,3%). La **tabella 8.2** e la **figura 8.2** mostrano la classifica delle Casse per attivo patrimoniale

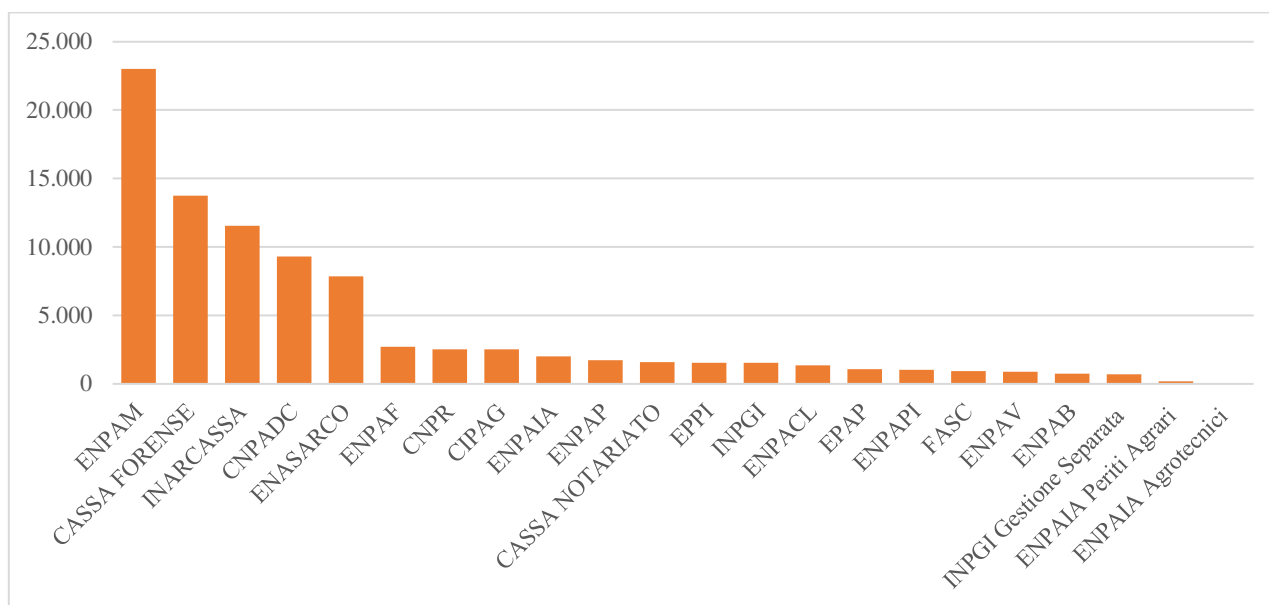


con indicazione dell'aumento percentuale rispetto all'anno precedente. L'unica Cassa che registra una riduzione dell'attivo totale, in continuità con il dato 2018 è **INPGI** con un -10,39%, passando dal 10° al 13° per totale attivo; rispetto al 2018 si registra il sorpasso di CNPR su CIPAG, di ENPAP e Cassa Notariato su INPGI mentre ENPAPI aumenta del 9,69%.

**Tabella 8.2 - Le Casse dei Liberi Professionisti per totale attivo, anno 2019 (valori in milioni di euro)**

|   | Cassa         | Attivo | Var.% |    | Cassa           | Attivo | Var.%   |    | Cassa                | Attivo        | Var.%        |
|---|---------------|--------|-------|----|-----------------|--------|---------|----|----------------------|---------------|--------------|
| 1 | ENPAM         | 23.011 | 8,05% | 9  | ENPAIA          | 2.002  | 1,81%   | 17 | FASC                 | 938           | 4,50%        |
| 2 | CASSA FORENSE | 13.745 | 8,81% | 10 | ENPAP           | 1.715  | 11,48%  | 18 | ENPAV                | 870           | 10,32%       |
| 3 | INARCASSA     | 11.538 | 7,32% | 11 | CASSA NOTARIATO | 1.604  | 4,46%   | 19 | ENPAB                | 734           | 8,34%        |
| 4 | CNPADC        | 9.311  | 6,95% | 12 | EPPI            | 1.542  | 7,86%   | 20 | INPGI G. Separata    | 721           | 12,01%       |
| 5 | ENASARCO      | 7.840  | 4,31% | 13 | INPGI           | 1.527  | -10,42% | 21 | ENPAIA Periti Agrari | 184           | 5,47%        |
| 6 | ENPAF         | 2.696  | 7,75% | 14 | ENPACL          | 1.355  | 6,38%   | 22 | ENPAIA Agrotecnici   | 41            | 10,50%       |
| 7 | CNPR          | 2.536  | 2,03% | 15 | EPAP            | 1.074  | 9,15%   |    |                      |               |              |
| 8 | CIPAG         | 2.525  | 1,09% | 16 | ENPAPI          | 1.040  | 9,69%   |    | <b>Totale</b>        | <b>88.550</b> | <b>6,70%</b> |

**Figura 8.2 - Le Casse dei Liberi Professionisti per totale attivo, anno 2019 (valori in milioni di euro)**



Il **patrimonio netto** delle Casse privatizzate, inteso come il dato dell'attivo patrimoniale poc'anzi descritto, ridotto delle poste passive dello stato patrimoniale, per il 2019 è ovviamente inferiore ed è stato pari a **76.865.099.871** euro, con un incremento sul 2018 è pari a **7,18%** (7,14% 2018 sul 2017). La **tabella 8.3** evidenzia le Casse di Previdenza con un incremento del patrimonio netto superiore al **9%**; il numero di Casse che superano tale percentuale è in netto aumento rispetto al 2018 e torna in linea con il trend avviato nel 2017. Sono 6 le casse che superano la soglia del 9%: ENPAB, con un +13,04%, rispetto al dato negativo del 2018 sul 2017 che era stato di -11,46%; ENPAIA (+12,21%) INPGI Gestione separata (+12,15%); seguono la Cassa dei Commercialisti, ENPAIA Agrotecnici e ENPAV con un una forbice di crescita tra il 9 e l'11%.



Tabella 8.3 - Le variazioni patrimoniali delle Casse dei Liberi Professionisti - dati di raffronto 2019 su 2018

| Le Casse con una crescita del patrimonio netto maggiore del 9% |                 |                 |        |
|--|-----------------|-----------------|--------|
| Cassa  | Patrimonio 2019 | Patrimonio 2018 | Var. % |
| ENPAB  | 109.768.733     | 97.110.230      | 13,04% |
| ENPAIA   | 137.036.186     | 122.126.830     | 12,21% |
| INPGI Gestione Separata  | 709.791.335     | 632.911.296     | 12,15% |
| CNPADC   | 8.838.573.650   | 7.978.750.740   | 10,78% |
| ENPAIA Agrotecnici   | 4.148.573       | 3.777.714       | 9,82%  |
| ENPAV  | 713.915.871     | 653.302.019     | 9,28%  |

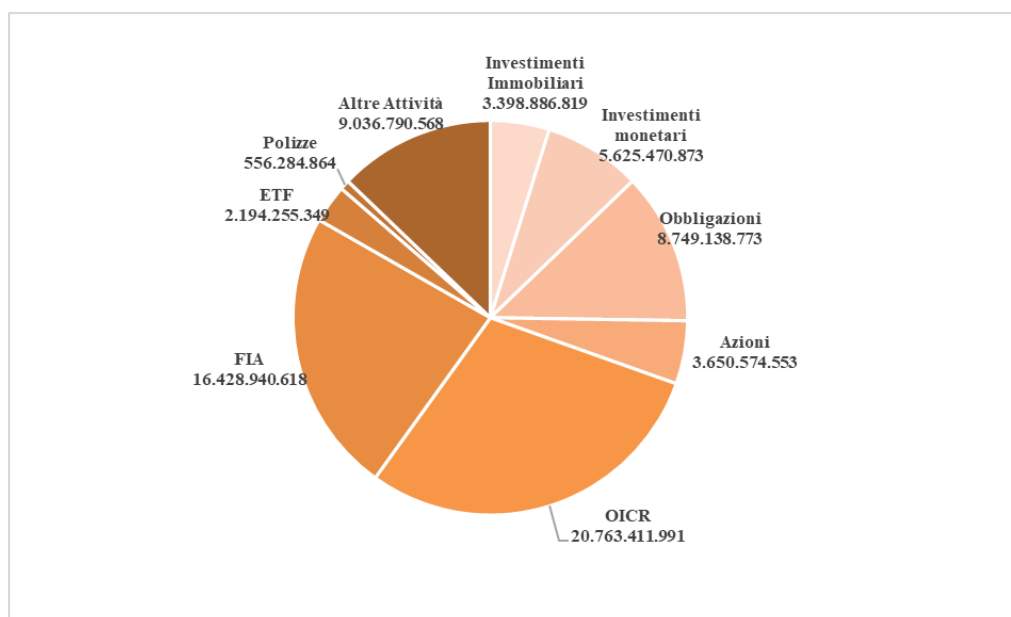
**Il totale investito** - Il dato sull'investimento dell'attivo patrimoniale delle 19 Casse privatizzate conferma, in linea con gli anni precedenti, una spiccata tendenza per *l'investimento diretto* che vale il **79,5%** degli 88,54 miliardi di attivi; il valore degli *investimenti diretti* è pari a **70.403.754.407 di euro** mentre gli *investimenti indiretti*, tramite mandato, ammontano a **18.145.800.264 di euro**. Occorre tuttavia precisare che una buona parte degli investimenti diretti, **quasi il 60%**, è realizzato tramite polizze e fondi OICR o Fi che pur essendo scelto dalla Cassa è pur sempre risparmio gestito.

**Gli investimenti diretti** - I 70,40 miliardi di investimento diretto, di cui alla *figura 8.4*, risultano impegnati nelle seguenti *asset class*: **a)** investimenti immobiliari (4,83%); **b)** monetari (7,99%); **c)** obbligazionari (12,43%); **d)** azionari (5,19%); **e)** polizze (0,79%); **f)** OICR (29,49%); **g)** FIA (23,34%); **h)** ETF (3,12%); **i)** altre attività non rientranti nelle precedenti (12,84%).

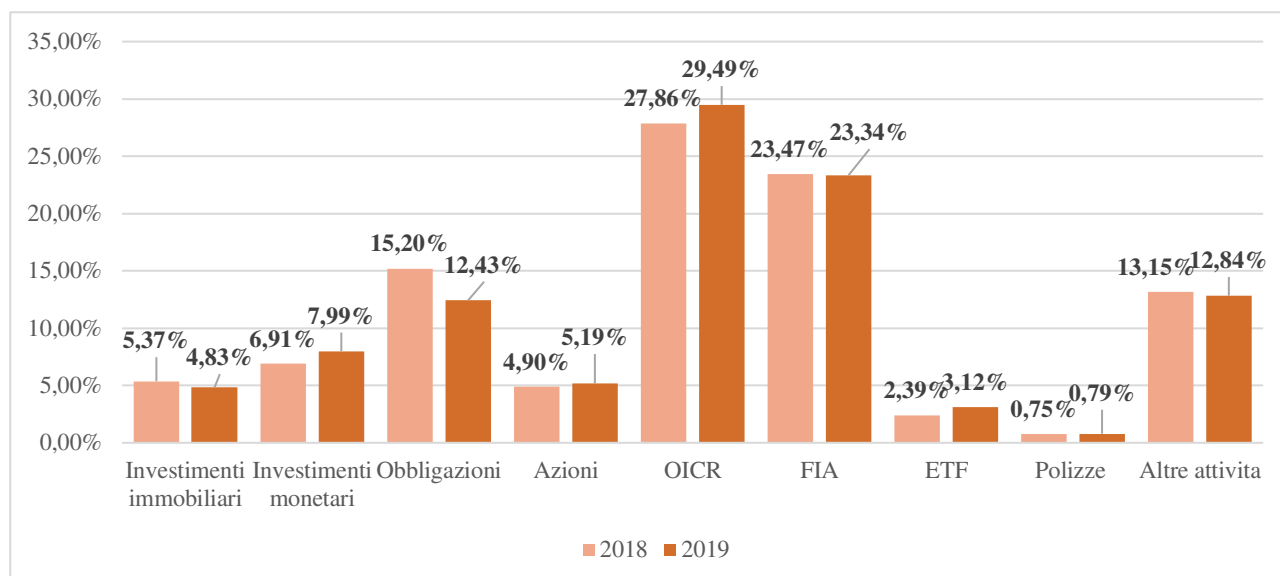
Dall'analisi emerge che gli OICR rimangono lo strumento privilegiato in termini di investimento da parte delle Casse, seguiti da strumenti finanziari alternativi, FIA (sostanzialmente invariati rispetto al dato del 2018). I due strumenti da soli fanno oltre il 50% degli investimenti diretti delle Casse.

Rispetto all'anno 2018 (*figura 8.4*) risulta in crescita, proseguendo il trend positivo dell'anno scorso, l'investimento in OICR (la percentuale sul totale degli investimenti diretti cresce di +1,63%) e in ETF sale al 3,12% (rispetto al 2,39% del 2018). In controtendenza rispetto al 2018, gli investimenti monetari che crescono sino al 7,99% del totale (rispetto al 6,91% del 2018).

Figura 8.4 - Gli investimenti diretti delle Casse dei Liberi Professionisti, anno 2019



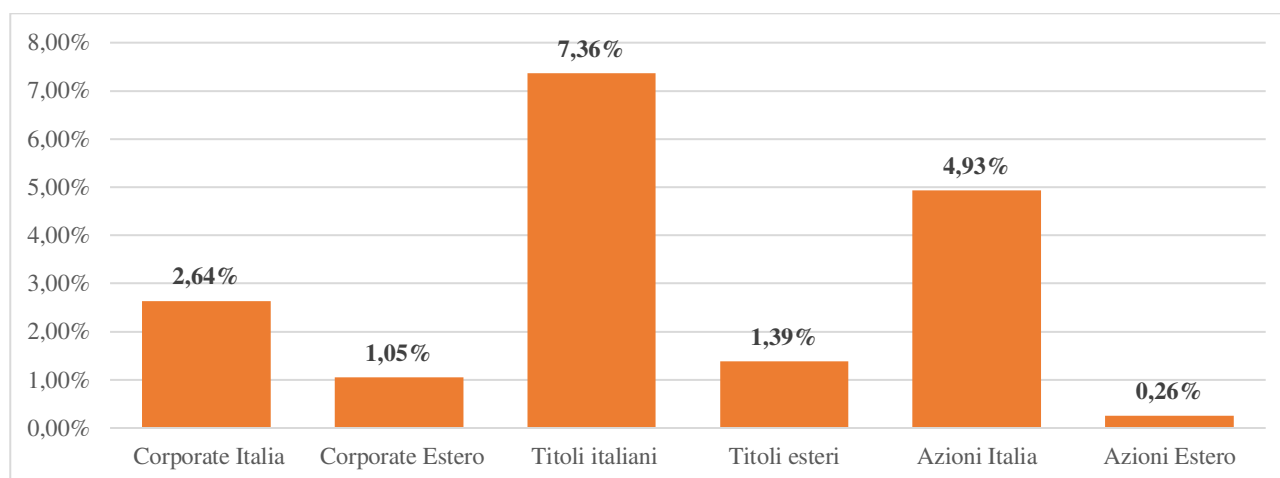
**Figura 8.4.1 - Confronto dettaglio investimenti diretti: anni 2018-2019**



**Focus azioni e obbligazioni** - L'acquisto di strumenti finanziari tradizionali (azioni e obbligazioni) costituisce ancora una voce importante pari al **17,62%** del totale degli investimenti diretti. Passando al dettaglio di quest'ultimo tipo di investimenti, la **figura 8.6** mostra la ripartizione in termini di allocazione in azioni e obbligazioni. I **titoli di Stato italiani** restano l'investimento preferito tra il totale di **azioni e obbligazioni** pesando per **oltre il 41,79% del totale**.

Molto interessante anche l'ammontare degli investimenti diretti in **azioni** e in **obbligazioni** di imprese italiane, pari al **7,57% del totale (5,3 miliardi di euro)**. L'azionario italiano corrisponde al 95% del portafoglio azionario e ricomprende anche le "quote" investite in Banca d'Italia, mentre l'obbligazionario corporate italiano è pari al 21,2% del portafoglio obbligazionario. Quest'ultima percentuale, sommata ai Titoli di Stato italiani, porta il totale obbligazioni italiane al 80,4% del portafoglio obbligazionario. **In questo senso, gli investimenti diretti in azioni e obbligazioni estere sono particolarmente contenuti.**

**Figura 8.6 - Azioni e obbligazioni oggetto di investimento distinte per natura, anno 2019**



**Focus investimenti in Banca d'Italia e Cassa Depositi e Prestiti** – Le “quote” di Banca d'Italia possedute dalle singole Casse di Previdenza sono classificate in questo Report come azioni, pur non essendo propriamente tali. Ponendo a raffronto l'importo di queste “quote” con il totale delle azioni oggetto di investimento da parte delle Casse, emerge che il valore complessivo delle *partecipazioni in Banca d'Italia è pari al 33,39% del portafoglio azionario delle Casse di Previdenza e del 35% di quello totale azioni italiane* (composto, come detto, anche da “quote” di Banca Italia). La partecipazione è, ovviamente, differenziata a seconda della singola Cassa di riferimento (*tabella 8.4*). Le Casse che investono in **Cassa Depositi e Prestiti** sono 3 (Cassa Forense, Fondazione ENPAIA e ENPAF) per un totale di 164 milioni di euro (con una quota predominante di Cassa Forense, pari da sola a 140 milioni).

**Tabella 8.4 - Partecipazioni delle Casse in Banca d'Italia e CDP**

| Cassa di Previdenza | Partecipazione in Banca d'Italia |
|---------------------|----------------------------------|
| CASSA FORENSE       | € 225.000.000                    |
| CNPADC              | € 225.000.000                    |
| CNPR                | € 37.500.000                     |
| ENPACL              | € 70.000.000                     |
| ENPAM               | € 225.000.000                    |
| ENPAP               | € 10.000.000                     |
| FASC                | € 40.000.000                     |
| ENPAIA              | € 150.000.000                    |
| ENPAIA AGROTECNICI  | € 1.500.000                      |
| ENPAIA PERITI       | € 10.000.000                     |
| INARCASSA           | € 225.018.000                    |
| <b>Totale</b>       | <b>€ 1.219.018.000</b>           |

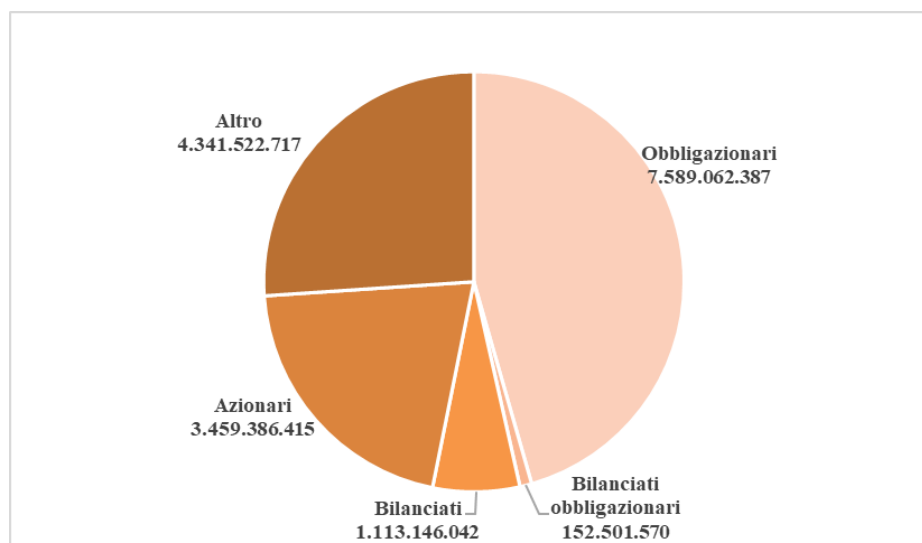
  

| Cassa di Previdenza | Investimenti in CDP  |
|---------------------|----------------------|
| CASSA FORENSE       | € 140.000.000        |
| ENPAIA              | € 15.000.000         |
| <b>Totale</b>       | <b>€ 155.000.000</b> |

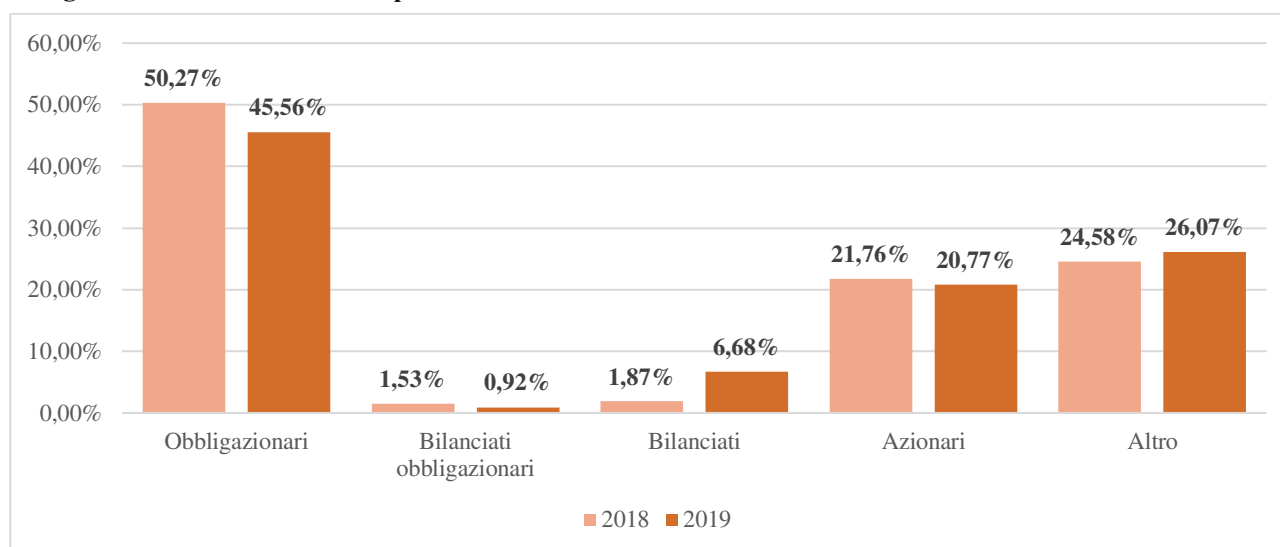
**Focus investimenti diretti in OICR** – Gli investimenti in OICR tradizionali (obbligazionari, azionari, bilanciati e altro/“misti”) ammontano a **20,76 miliardi di euro** (erano 18,61 nel 2018), di cui solo per 16,65 miliardi di euro è disponibile il dettaglio per singolo fondo, quasi il 20% del totale degli investimenti in OICR di tutte le Casse complessivamente considerate; inoltre, manca un dettaglio dei singoli investimenti nel bilancio di una delle Casse di maggiore dimensioni per oltre 4,1 miliardi<sup>18</sup>. Gli OICR più acquistati sono quelli obbligazionari per il 45%, seguiti a notevole distanza da quelli classificati come “altro”/“misti” pari al 26.% (*total/absolute return* o comunque senza *benchmark*) e da quelli “azionari” pari al 21% (*figura 8.7*). Nella *figura 8.8* il confronto con il 2018, dove si nota uno *switch* del 5%, circa da OICR obbligazionari a bilanciati a causa dei bassi rendimenti offerti da questa *asset class* che non soddisfano le esigenze legate alla prestazione pensionistica e assistenziale delle Casse.

<sup>18</sup> Conseguentemente non è stato possibile ricostruire, dalla lettura dei bilanci, i dettagli di alcuni investimenti e una parte rilevante degli investimenti in OICR di una delle principali Casse. L'auspicio è ovviamente nel senso del superamento di questa criticità, anche per questioni di trasparenza verso gli iscritti

**Figura 8.7 - OICR tradizionali per natura dell'investimento sottostante**



**Figura 8.8 - OICR tradizionali per natura dell'investimento sottostante: confronto anno 2018 - anno 2019**



La **tabella 8.5** riporta i primi 5 gestori di **OICR tradizionali** per AUM, con distinzione per tipologia dell'OICR. La mancanza di dettaglio in alcuni bilanci, **circa 4,1 miliardi di euro investiti** non consente l'attribuzione di tali masse ad alcun gestore; se fossero noti la classifica potrebbe sensibilmente cambiare. Al primo posto si posiziona Eurizon Capital, mentre Quaestio Capital occupa il terzo posto e Amundi il quarto; in 5° posizione BNP Paribas investment.

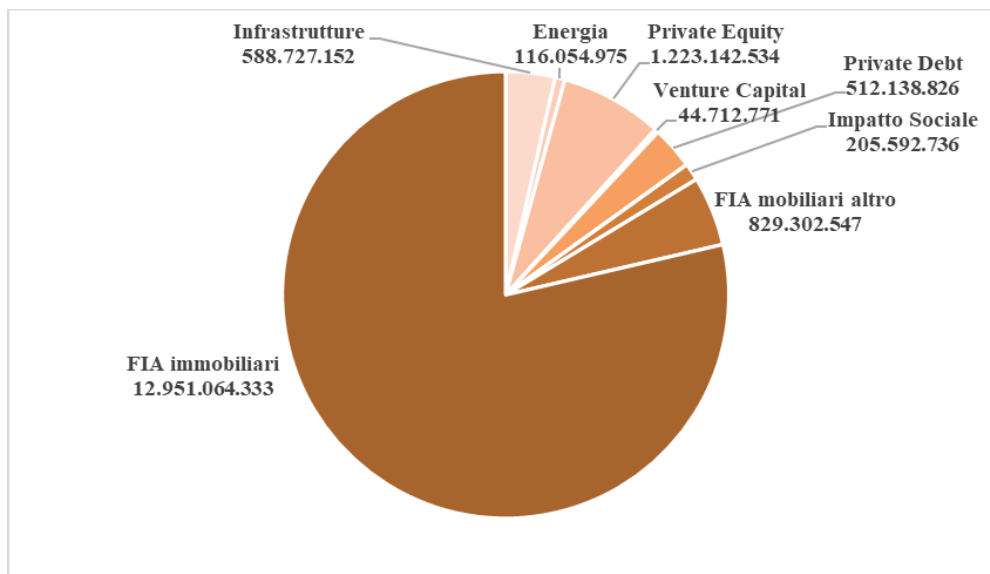
**Tabella 8.5 - Classifica dei primi 5 gestori degli investimenti diretti delle Casse in OICR tradizionali, anno 2019**

| Gestore                               | Obbligazionari | Bilanciati  | Azionari    | Altro       | TOTALE        |
|---------------------------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| Eurizon Capital                       | 137.953.237    | 542.437.171 | 0           | 714.768.749 | 1.395.159.157 |
| UBS Global AM                         | 38.901.549     | 0           | 8.901.549   | 739.921.096 | 787.724.194   |
| Quaestio Capital Management sgr s.p.a | 5.191.912      | 0           | 0           | 749.577.041 | 754.768.953   |
| Amundi                                | 225.068.477    | 0           | 224.078.702 | 83.495.746  | 532.642.926   |
| BNP Paribas Investment Partners Sgr   | 476.004.733,74 | 0           | 8.500.000   | 0           | 484.504.734   |

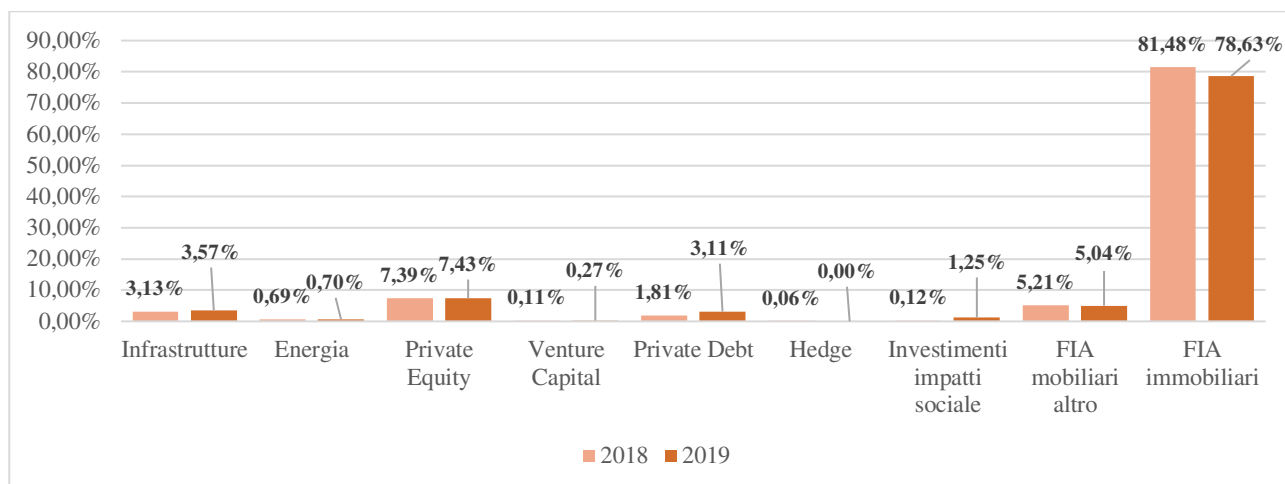
**Focus investimenti diretti in Fondi di Investimento Alternativo – FIA** – L’investimento in FIA da parte delle Casse di previdenza è pari a **16,42 miliardi di euro**, più di un quinto degli investimenti diretti, pari al **23,34%**. Il dato mostra, a differenza di altri investitori istituzionali, una forte predilezione delle Casse per questo tipo di investimento classificato come “alternativo”. Come già evidenziato nelle precedenti edizioni, questi investimenti “alternativi” sono molto utilizzati dalle Casse di Previdenza: più di un euro di attivi su 5 è destinato a questo tipo di strumenti; solo gli OICR tradizionali, fanno leggermente meglio. La **figura 8.9** mostra la composizione degli investimenti in FIA immobiliari e mobiliari, e tra questi ultimi la scomposizione per tipo di investimento alternativo in percentuale sul totale.

L’investimento in FIA è prevalentemente rivolto al settore immobiliare, per il **78,63%** anche se in costante diminuzione dal 2017 (nel 2018, la percentuale era del 81,48% e l’anno ancora precedente del 86,06%). Seguono con il **7,43%** i fondi di *private equity* (il dato è in linea con il 2018) investiti prevalentemente in aziende PMI e grandi imprese (*private equity* classico), infrastrutture (**3,57%**), energia (**0,70%**), *private debt* (**3,11%**). Modesta la quota dei restanti investimenti. Nella categoria “FIA mobiliari - Altro” sono ricompresi tutti gli investimenti alternativi che non rientrano nelle categorie indicate e pesano per un **5,04%**. La Cassa che investe di più in FIA si conferma essere ENPAM per un totale di **4.472.564.744** euro. La **figura 8.10** evidenzia il confronto con l’anno precedente e mostra un incremento nel 2019 per l’acquisto di FIA orientati al *private debt* (3,11%, rispetto all’1,81% dell’anno 2018) e, molto interessante da notarsi, agli investimenti a impatto sociale (1,25% rispetto allo 0,12% del 2018).

**Figura 8.9 - Le tipologie di FIA acquistati dalle Casse dei Liberi Professionisti**



**Figura 8.10 - Le tipologie di FIA acquistati dalle Casse dei Liberi Professionisti: confronto anno 2018- anno 2019**



La **tabella 8.6** riporta i primi 5 gestori di fondi alternativi (FIA) per AUM in cui hanno investito le Casse privatizzate. La classifica è invariata rispetto al 2018, ma con qualche scambio di posto: Fabrica e Dea Capital Real Estate si scambiano primo e secondo posto; Antirion sgr e InvestiRe SGR il terzo e il quarto.

**Tabella 8.6 - Primi 5 gestori per AUM di FIA**

| Gestore                        | Infrastrutture | Investimenti impatti sociale | FIA mobiliari altro | FIA immobiliari | TOTALE        |
|--------------------------------|----------------|------------------------------|---------------------|-----------------|---------------|
| Fabrica Immobiliare sgr s.p.a. | 0              | 0                            | 0                   | 2.709.696.184   | 2.709.696.184 |
| Dea Capital real estate sgr    | 0              | 0                            | 0                   | 2.617.197.096   | 2.617.197.096 |
| Atirion sgr s.p.a.             | 0              | 0                            | 0                   | 2.085.166.299   | 2.085.166.299 |
| Investire sgr                  | 0              | 86.769.284                   | 0                   | 1.823.511.617   | 1.910.280.901 |
| Prelios                        | 2.000.000      | 0                            | 0                   | 1.645.570.704   | 1.647.570.704 |

**Focus Exchange Traded Funds – ETF** – In continuità con il 2018, viene inserito il dettaglio degli ETF che costituisce il **3,12%** del totale degli investimenti diretti. Il dato è in crescita rispetto al 2018 quando l'investimento in ETF costituiva il 2,39% del totale degli investimenti diretti. Di seguito, nella **tabella 8.7**, i primi 5 gestori di ETF per importo. Rispetto al 2018 si registra l'inversione tra secondo e terzo posto tra Lyxor e Vanguard e per State Street GA che prende il posto di Invesco.

**Tabella 8.7 - Primi 5 gestori di ETF**

| Gestore         | Totale         |
|-----------------|----------------|
| Ishares         | 953.701.912,57 |
| Vanguard        | 345.460.978,00 |
| Lyxor           | 204.033.146,07 |
| UBS Global AM   | 186.440.561,40 |
| State Street GA | 167.957.381,33 |

**Investimenti indiretti - Mandati di gestione** – Le risorse conferite in gestione tramite mandati ammontano a **18.145.800.264**, in aumento rispetto ai 16,10 miliardi di euro del 2018. Nella **Tabella 8.8** sono riportati i maggiori gestori con l'indicazione del numero di mandati, gli AUM affidati in gestione dalle Casse, la percentuale degli AUM per ogni singolo gestore sul totale delle masse in gestione e il valore medio del mandato stesso.

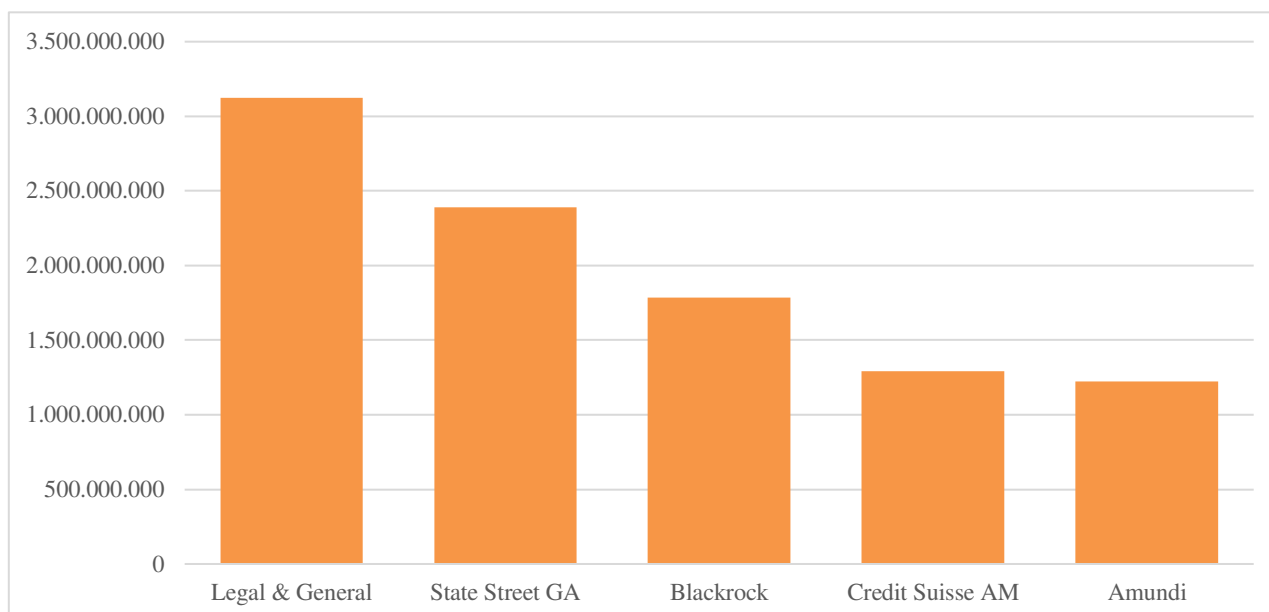
**Tabella 8.8 - I primi 5 gestori delle Casse dei Liberi Professionisti per AUM, anno 2019**

| Gestore          | N° Mandati | AUM           | % Risorse | Mandato medio |
|------------------|------------|---------------|-----------|---------------|
| Legal & General  | 1          | 3.125.688.595 | 17,24%    | 3.125.688.595 |
| State Street GA  | 4          | 2.391.978.568 | 13,20%    | 597.994.642   |
| Blackrock        | 1          | 1.787.279.084 | 9,86%     | 1.787.279.084 |
| Credit Suisse AM | 2          | 1.290.939.429 | 7,12%     | 645.469.715   |
| Amundi           | 5          | 1.224.322.150 | 6,75%     | 244.864.430   |

La **classifica per AUM** del 2019 è simile a quella dello scorso anno, con qualche scambio di posizione. Al primo posto per risorse investite si classifica Legal&General con un solo incarico, che sfila il primato a State Street GA che si posiziona al secondo posto con 4 mandati. Blackrock passa invece dal secondo posto (2018) al terzo posto. Si confermano quarti e quindi, al pari 2018, Credit Suisse AM (con però 5 mandati rilevati in meno) e Amundi.

Quanto al **numero di mandati**, Amundi guida la classifica con 5 incarichi (due in meno rispetto al 2018) insieme a Eurizon Capital. Il mandato medio è pari **336 milioni di euro**. I grafici che seguono (**figure 8.11 e 8.12**) presentano la classifica dei primi 5 gestori rispettivamente per numero di risorse gestite (AUM) e per numero di mandati.

**Figura 8.11 - I primi 5 gestori delle Casse dei Liberi Professionisti per AUM, anno 2019**



**Figura 8.12 - I primi 5 gestori delle Casse dei Liberi Professionisti per numero di mandati, anno 2019**



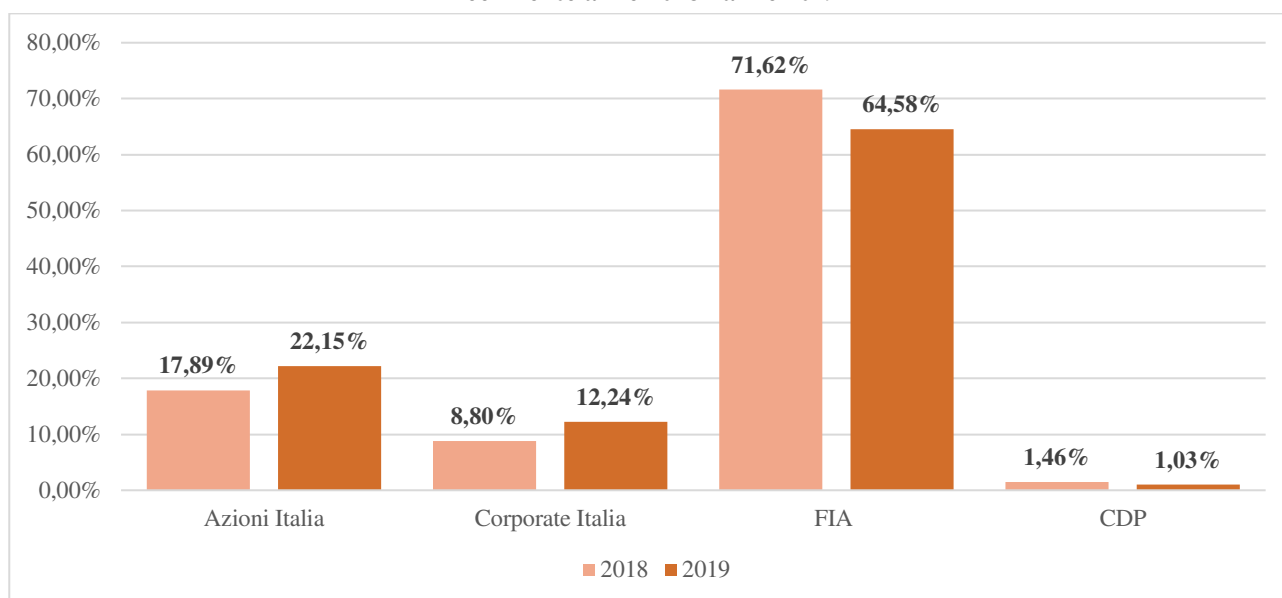
**Focus investimenti diretti in economia reale domestica** - I dati relativi all'investimento in **“economia reale” domestica** ci consentono di comprendere quanto del risparmio previdenziale e assistenziale sia reinvestito per sostenere e sviluppare l'economia italiana, secondo un approccio circolare di raccolta del risparmio e reinvestimento in attività che possano sviluppare il benessere, l'occupazione e i redditi, anche per la stessa categoria. Gli investimenti in “economia reale” come per gli scorsi anni sono quelli che possono produrre un impatto diretto nell'economia e nel mercato del lavoro italiano quali: FIA; Investimenti istituzionali in Cassa Depositi e Prestiti; Azioni di società italiane quotate e non, comprese le “quote” di Banca d'Italia; Obbligazioni *corporate* italiane (con esclusione dei titoli di Stato). Il totale di questi investimenti ammonta a **15,04 miliardi di euro, + 4,1 miliardi di euro** rispetto al 2018, pari al **+ 27,3%** e al 21,36% del totale degli investimenti diretti delle Casse di Previdenza.

Gli interventi in economia “reale” sono prevalentemente in FIA italiani (64,58%), seguiti da azioni italiane e obbligazioni. I dati esposti possono essere sottostimati per la citata non totale trasparenza dei bilanci. Tra i sottoscrittori di FIA immobiliare particolarmente attive ENPAM e Cassa Forense con il fondo CICERONE (investimento pari a 1.289.946.857,97 euro) dedicato esclusivamente a Cassa Forense e gestito da Fabrica Immobiliare, il cui patrimonio è costituito da 40 immobili, ad uso residenziale e uffici, equamente divisi tra nord e sud Italia e apportati dalla stessa Cassa nel biennio 2014/2015. ENPAM invece è particolarmente investita nel fondo Fenice (fondo immobiliare di DeA Capital Real Estate) che annovera al suo interno un patrimonio immobiliare composto prevalentemente da immobili ad uso commerciale e terziario direzionale.

La **figura 8.13** rappresenta la ripartizione percentuale delle singole voci sul totale degli investimenti in economia “reale” domestica effettuate dalle Casse di Previdenza con un confronto con il 2018; i FIA, seguiti dalle azioni italiane (22,15%) e delle obbligazioni *corporate* italiane (12,24%); sono stati esclusi gli investimenti in titoli di Stato (che pure finanziano l'economia nazionale) e gli immobili ad uso strumentale. Sono invece ricompresi tra gli strumenti di sostegno all'economia domestica, gli investimenti in Banca d'Italia (dato non presente nel 2018) e CDP, stante la funzione istituzionale svolta da Cassa Depositi e Prestiti.



**Figura 8.13 - Percentuale degli investimenti in economia “reale” domestica per singolo strumento: confronto anno 2018 - anno 2019**



Di seguito un breve cenno (per il dettaglio completo si rimanda all’area riservata su sito web) ai soggetti che concorrono alla gestione dei patrimoni delle Casse, cioè banche depositarie e *advisor*; per quanto riguarda il service amministrativo, a differenza dei fondi pensione, l’espletamento delle attività correnti nei confronti degli iscritti e dei vigilanti sono internalizzate e curate direttamente dalle strutture di questi Enti. **Banca depositaria** - Sono una quindicina le Casse che si avvalgono della Banca Depositaria anche in assenza di un obbligo normativo. Le principali sono BNP Paribas Securities Services e Societe Generale Securities Services.

**Advisor** - Quasi tutte le Casse si sono dotate di un *advisor* che opera principalmente nella consulenza in materia di investimenti e *asset allocation*. Aumentano le richieste di supporto in tema di Asset Liability Management – ALM. In alcuni casi gli *advisor* di riferimento e operativi sono ben due, il secondo in genere esclusivamente dedicato al *risk budgeting*.

*L’elenco completo delle banche depositarie e degli advisor finanziari per ciascuna Cassa sono disponibili nell’area riservata del sito di Itinerari Previdenziali, così come le classifiche di tutti i gestori per AUM e per numero di mandati.*

## 9. I Fondi e le Casse di Assistenza Sanitaria Integrativa

Mentre permane un'assoluta carenza di normativa e di vigilanza, Casse e Fondi di Assistenza sanitaria integrativa, anche per il 2019, evidenziano un **aumento nel numero di fondi**, degli **iscritti** e dei **patrimoni**. Sono aumentati i contratti collettivi di lavoro che prevedono la costituzione o il rafforzamento delle forme di assistenza sanitaria integrativa a favore dei lavoratori dei vari settori, consentendo l'iscrizione anche ai loro familiari e ai pensionati. Siamo in presenza di un investitore istituzionale di grande importanza, caratterizzato però da molte contraddizioni che non ne consentono una piena attività; infatti la positiva attività delle parti sociali è spesso frenata da alcune componenti del sindacato, sempre nel dubbio se proseguire con i fondi integrativi o tenere tutto pubblico, e le attività parlamentari spesso vanno in questa direzione. Una posizione anacronistica se confrontata con i maggiori Paesi OCSE. Infatti, a differenza di tutti gli altri investitori istituzionali, nonostante gli iscritti abbiano raggiunto quasi i 14 milioni (più della previdenza complementare), non solo manca una normativa di riferimento e un'autorità di vigilanza, ma sono difficili da reperire anche le informazioni basilari, tant'è che, a parte i dati ricavati direttamente dalla nostra indagine annuale, quelli relativi al 2017, 2018 e 2019 sono stime.

Ancora oggi non c'è l'obbligo di pubblicare i bilanci e i dati statistici caratteristici e, salvo casi eccellenti, permane una scarsa trasparenza anche nei confronti degli iscritti. Conseguentemente non è possibile compiere un'analisi completa su iscritti, beneficiari delle prestazioni, entrate contributive e uscite per prestazioni, nonché sul patrimonio, sulle riserve e gli accantonamenti e i relativi investimenti. I dati di seguito esposti sono ottenuti direttamente dai Fondi e dalle Casse e, fino al 2016, dall'Anagrafe dei Fondi Sanitari tenuta dalla direzione della Programmazione Sanitaria del Ministero della Salute.

**Numero di fondi attestati** - Sulla base degli ultimi dati disponibili forniti dall'Anagrafe del Ministero della Salute<sup>19</sup>, emerge che per l'anno 2017 è stata **attestata** (questa è la definizione, perché i fondi non sono stati controllati ma ne è stata attestata "l'esistenza in vita" sulla base di una serie di documenti) l'esistenza di **311 fondi**, 24 in meno rispetto al 2016, di cui **302 Casse ex art. 51 TUIR** e Società di Mutuo Soccorso, e 9 istituiti ai sensi dell'art. 9 del D. Lgs. n. 502/1992 (quelli che in molti vorrebbero prendere a modello e che invece rappresentano il fallimento di quella impostazione). Poiché nel periodo 2016/2019 sono stati costituiti nuovi fondi, per il 2019 stimiamo che siano operativi **322 fondi (tabella 9.1)**.

**Il numero degli iscritti** - Per l'anno 2016, ultimo dato disponibile fornito dal Ministero della Salute, i lavoratori iscritti (attivi e pensionati) sono pari a circa **8,3 milioni**, mentre il numero dei familiari a carico è di circa **2,3 milioni**, per un totale di **assistiti** superiore ai **10,6 milioni**. Per il 2017, in assenza di rilevazioni e dati del Ministero della Salute, considerando le nuove iniziative, si stima un totale di 12,9 milioni di persone, cifra che si alza nel 2018 a 13,5 milioni e **nel 2019 a 13,7 milioni di persone**. In dettaglio abbiamo oltre 9,3 milioni di lavoratori dipendenti, 1,3 milioni di autonomi, 2,7 milioni di familiari a carico e, per l'anno 2016, 743.120 pensionati (di cui 173.672 familiari). Un numero che non consente la mancanza di vigilanza e norme.

---

<sup>19</sup> In genere il Ministero della Salute elabora i dati aggregati con circa due anni di ritardo.

**Tabella 9.1 - Anagrafe dei Fondi Sanitari del Ministero della Salute:  
numero di fondi, iscritti e ammontare delle prestazioni generale e dedicate**

| Anno ** | Fondi attestati | Tipo A | Tipo B | Totale iscritti | di cui dipendenti | di cui familiari | Ammontare generale | Ammontare parziale (20%) * | Ammontare parziale/ammontare generale |
|---------|-----------------|--------|--------|-----------------|-------------------|------------------|--------------------|----------------------------|---------------------------------------|
| 2010    | 255             | 47     | 208    | 3.312.474       | 1.647.071         | 1.250.499        | 1.614.346.536      | 491.930.591                | 30,47%                                |
| 2011    | 265             | 43     | 222    | 5.146.633       | 3.209.587         | 1.475.622        | 1.740.979.656      | 536.486.403                | 30,82%                                |
| 2012    | 276             | 3      | 273    | 5.831.943       | 3.724.694         | 1.601.080        | 1.913.519.375      | 603.220.611                | 31,52%                                |
| 2013    | 290             | 4      | 286    | 6.914.401       | 4.734.798         | 1.639.689        | 2.111.781.242      | 690.892.884                | 32,72%                                |
| 2014    | 300             | 7      | 293    | 7.493.824       | 5.141.223         | 1.787.402        | 2.159.885.997      | 682.448.936                | 31,60%                                |
| 2015    | 305             | 8      | 297    | 9.154.492       | 6.423.462         | 2.195.137        | 2.243.458.570      | 694.099.200                | 30,94%                                |
| 2016    | 322             | 9      | 313    | 10.616.847      | 6.680.504         | 2.160.917        | 2.329.791.397      | 753.775.116                | 32,35%                                |
| 2017    | 311             | 9      | 302    | 12.900.000      | 8.772.000         | 2.322.000        | 2.400.000.000      | 780.000.000                | 32,50%                                |
| 2018    | 320             | 9      | 311    | 13.500.000      | 9.180.000         | 2.430.000        | 2.520.000.000      | 819.000.000                | 32,50%                                |
| 2019    | 322             | 9      | 313    | 13.700.000      | 9.316.000         | 2.466.000        | 2.646.000.000      | 926.100.000                | 32,50%                                |

Fonte: Dal 2017 i dati sono stimati sulla base di quelli del 2016, ultimo anno di rilevazione dei dati Anagrafe dei fondi sanitari a cura del del Ministero della Salute e in relazione alla partenza di un numero consistente di fondi contrattuali.

\*Ammontare delle prestazioni extra LEA che devono essere per legge almeno pari al 20% delle prestazioni totali; \*\* L'anno indicato in tabella è quello fiscale di effettiva riconducibilità dei dati, che di norma vengono rilevati l'anno successivo a seguito delle dichiarazioni dei fondi (così, ad esempio, il dato "anno" 2016 è quello rilevato dal Ministero entro la fine dell'anno 2017). In verde i dati provvisori in attesa di conferma da parte del Ministero della Salute.

**Tabella 9.1.1 - Anagrafe dei Fondi Sanitari del Ministero della Salute: dettaglio degli iscritti**

| Anno | Lavoratori dipendenti | Lavoratori non dipendenti | Familiari lavoratori dipendenti | Familiari lavorat. non dipendenti | Pensionati | Familiari pensionati | Totale lavoratori | Totale familiari dei lavoratori | Totale pensionati (1) | Totale iscritti |
|------|-----------------------|---------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|------------|----------------------|-------------------|---------------------------------|-----------------------|-----------------|
|      | a                     | b                         | c                               | d                                 | e          | f                    | g=a+b             | h=c+d                           | i=e+f                 | j=g+h+i         |
| 2010 | 1.647.071             | 414.904                   | 983.593                         | 266.906                           | -          | -                    | 2.061.975         | 1.250.499                       | -                     | 3.312.474       |
| 2011 | 3.209.587             | 461.424                   | 1.264.534                       | 211.088                           | -          | -                    | 3.671.011         | 1.475.622                       | -                     | 5.146.633       |
| 2012 | 3.724.694             | 506.169                   | 1.290.336                       | 310.744                           | -          | -                    | 4.230.863         | 1.601.080                       | -                     | 5.831.943       |
| 2013 | 4.734.798             | 539.914                   | 1.373.444                       | 266.245                           | -          | -                    | 5.274.712         | 1.639.689                       | -                     | 6.914.401       |
| 2014 | 5.141.223             | 565.199                   | 1.563.015                       | 224.387                           | -          | -                    | 5.706.422         | 1.787.402                       | -                     | 7.493.824       |
| 2015 | 6.423.462             | 535.893                   | 1.862.206                       | 332.931                           | -          | -                    | 6.959.355         | 2.195.137                       | -                     | 9.154.492       |
| 2016 | 6.680.504             | 1.074.038                 | 1.908.962                       | 251.955                           | 527.716    | 173.672              | 7.754.542         | 2.160.917                       | 743.120               | 10.616.847      |
| 2017 | 8.772.000             | 1.290.000                 | 2.322.000                       | 258.000                           |            |                      | 10.062.000        | 2.580.000                       | 903.000               | 12.900.000      |
| 2018 | 9.180.000             | 1.350.000                 | 2.430.000                       | 270.000                           |            |                      | 10.530.000        | 2.700.000                       | 945.000               | 13.500.000      |
| 2019 | 9.316.000             | 1.370.000                 | 2.466.000                       | 274.000                           |            |                      | 10.686.000        | 2.740.000                       | 959.000               | 13.700.000      |

(1) numero di pensionati e loro familiari a carico; Fonte: elaborazioni su dati Anagrafe dei fondi sanitari del Ministero della Salute; in verde dati provvisori

**Contribuzioni e prestazioni** - L'Anagrafe del Ministero della Salute non fornisce informazioni sulle entrate relative ai contributi raccolti, mentre, con riferimento alle **prestazioni**, i dati dell'Anagrafe evidenziano per il 2016 una spesa (uscite per prestazioni) per **2,3 miliardi di euro**, con un incremento rispetto al 2015 del 3,9%. È ipotizzabile che, sia per l'entrata a regime di fondi sanitari di grandi dimensioni come Fondo Est o Metasalute, Sanimoda e altri, sia per le nuove iniziative, le uscite per prestazioni ammontino per il 2019 a poco più di **2,6 miliardi di euro**. Con gli stessi criteri di stima, in base ai dati parziali a disposizione, è possibile effettuare un'ipotesi sui contributi raccolti dai fondi, che dovrebbero ammontare per il 2019 a circa 2,9 miliardi di euro.

Allo stesso modo né l'Anagrafe né gli stessi fondi forniscono informazioni sull'ammontare dei patrimoni e delle riserve e neppure sui relativi criteri di impiego. Nella **tabella 9.2** si riporta un elenco dei principali **47 enti** tra casse sanitarie operanti per singola impresa o gruppo, per categoria di lavoratori o per comparti a seguito di nuova contrattazione e le principali Società di Mutuo Soccorso, che secondo le nostre stime rappresentano almeno **l'80% del patrimonio** totale delle 322 forme di assistenza sanitaria integrativa.

**Tabella 9.2 - Principali fondi sanitari e società di mutuo soccorso in Italia**

|  |   |
|--|---|
| <b>ANIA</b> - Dipendenti Settore Assicurativo - LTC  | <b>FASDAC</b> - Dirigenti Aziende Commerciali   |
| <b>ASDEP</b> - Dipendenti degli Enti Pubblici (INPS, INAIL, ex INPDAP, ACI)                        | <b>FASDAPI</b> - Dirigenti e Quadri Superiori Della Piccola e Media Industria                         |
| <b>ASEM</b> - Dirigenti Energia e Multiservizi   | <b>FASI</b> - Dirigenti di Aziende Produttrici di Beni e Servizi                                      |
| <b>ASIM</b> - Esercenti servizi di pulizia, servizi integrati/multiservizi                         | <b>FASIE</b> - Dipendenti Energia e Petrolio  |
| <b>ASSIDA</b> - Dirigenti Aziende Gruppo Telecom   | <b>FASIF</b> - Dipendenti dei Gruppi FCA e CNH Industrial   |
| <b>ASSIDAI</b> - Dirigenti e Quadri Aziende Industriali  | <b>FISDE</b> - Dipendenti Gruppo ENEL   |
| <b>ASSILT</b> - Lavoratori Aziende Gruppo Telecom  | <b>Fondo Altea</b> - Dipendenti Lapidei, Legno, Laterizi e Manufatti, Cemento e Maniglie              |
| <b>CADGI</b> - Dipendenti Gruppo IBM   | <b>Fondo Assistenza Gruppo Banco Popolare</b>   |
| <b>CADIPROF</b> - Lavoratori Studi Professionali   | <b>Fondo Assistenza Gruppo UBI Banca</b>  |
| <b>CAMPA</b> - Società Mutuo Soccorso Professionisti, Artisti e Lavoratori Autonomi                | <b>Fondo Assistenza Sanitaria Integrativa Dirigenti ExxonMobil</b>                                    |
| <b>CASAGIT</b> - Giornalisti   | <b>Fondo Assistenza Sanitaria Integrativa Poste Vita</b>  |
| <b>CASDIC</b> - Dipendenti Settore Credito - LTC   | <b>Fondo Est</b> - Dipendenti Commercio, Turismo e Servizi  |
| <b>CASPIE</b> - Dipendenti Enti Bancari e Finanziari, Industria, Commercio e Istituzioni Pubbliche | <b>Fondo FIA</b> - Impiegati Agricoli   |
| <b>Cassa Galeno</b> - Medici e Odontoiatri   | <b>Fondo Sanitario Integrativo Dipendenti Intesa Sanpaolo</b>   |
| <b>Cassa Mutua Nazionale</b> - Personale Banche di Credito Cooperativo                             | <b>Insieme Salute</b> - Società Mutuo Soccorso  |
| <b>Cassa Sanitaria BNL</b> - Personale Società Gruppi BNL e BNP Paribas                            | <b>mètaSalute</b> - Dipendenti Settore Metalmeccanico   |
| <b>Cassa Solidarietà Aziendale Lavoratori Luxottica</b>  | <b>QuAS</b> - Quadri  |
| <b>Coopersalute</b> - Dipendenti Imprese Distribuzione Cooperativa                                 | <b>San.Arti.</b> - Lavoratori Artigianato   |
| <b>EBM Salute</b> - Settore metalmeccanico PMI   | <b>Sanimoda</b> - Lavoratori dell'industria della Moda  |
| <b>EMAPI</b> - Ente Mutua Assistenza Professionisti Italiani                                       | <b>Sanimpresa</b> - Lavoratori Dipendenti ed Autonomi e/o i Titolari di Piccole Imprese Regione Lazio |
| <b>ENFEA SALUTE</b> - Fondo Sanitario Integrativo PMI  | <b>Società Nazionale di Mutuo Soccorso Cesare Pozzo</b>   |
| <b>Ente Mutuo Regionale</b> - Imprenditori e Professionisti iscritti Confcommercio della Lombardia | <b>UNLC.A.</b> - Cassa assistenza sanitaria personale UniCredit                                       |
| <b>FASCHIM</b> - Lavoratori Chimica, Lubrificanti e gpl, Minerario e Coibenti                      | <b>WILA</b> - Dipendenti Artigianato Regione Lombardia  |
| <b>FASDA</b> - Dipendenti dei Servizi Ambientali   |   |

**Il patrimonio complessivo:** Fare una stima del patrimonio accantonato da Casse e Fondi sanitari integrativi è abbastanza difficile perché mancano sia i dati del Ministero della Salute sia, in molti casi, i bilanci pubblicati; considerando gli importi medi di versamento, il numero di iscritti e le uscite per prestazioni, possiamo stimare il patrimonio totale di questi operatori in circa 4 miliardi per il 2017, 4,5 miliardi per il 2018 e **5,5 miliardi per il 2019**; il saldo tra contributi e prestazioni dei 23 fondi analizzati era pari a 183 milioni nel 2017 e supera i 260 milioni nel 2018. Nel 2019 il saldo tra contributi e prestazioni delle 26 realtà esaminate si è ridotto a 134,3 milioni (*tabella 9.3*).

La *tabella 9.3* indica i Fondi che nel rispetto del principio di trasparenza della gestione rendono pubblici i bilanci sulle rispettive pagine web o quantomeno comunicano i dati statistici caratteristici<sup>20</sup>. Sono quindi stati esaminati i bilanci di alcuni importanti Fondi Sanitari e Società di Mutuo Soccorso, che rappresentano oltre il **50%** del totale dei fondi in termini di **iscritti** e oltre il **45%** con riferimento alle **prestazioni**.

**Tabella 9.3 - Fondi e Casse sanitarie: iscritti, contributi e prestazioni – anno 2019**

| Fondo sanitario      | Tipologia di gestione | Tipologia dei Fondi | Iscritti         | Contributi (mln di €) | Prestazioni (mln di €) |
|----------------------|-----------------------|---------------------|------------------|-----------------------|------------------------|
| Ania                 | 2                     | D                   | 62.500           | 7,91                  | 2,21                   |
| ASIM                 | 2                     | B                   | 223.776          | 0,00                  | 0,00                   |
| Assilt               | 1                     | A                   | 0                | 54,40                 | 52,34                  |
| Cadiprof             | 2                     | B                   | 209.200          | 38,20                 | 34,45                  |
| CAMPA                | 1                     | C                   | 45.000           | 16,75                 | 14,26                  |
| CASSPOP -dati 2018   | 1                     | A                   | 30.531           | 19,07                 | 18,85                  |
| Emapi                | 2                     | B                   | 937.663          | 30,12                 | 29,92                  |
| ENFEA                | 2                     | B                   | 0                | 4,35                  | 1,03                   |
| Ente Mutuo Regionale | 1                     | C                   | 19.401           | 16,39                 | 13,28                  |
| FACI                 | 2                     | B                   | 522              | 0,16                  | 0,12                   |
| FASCHIM DAL SITO     | 1                     | B                   | 220.877          | 0,00                  | 0,00                   |
| FASDAC               | 1                     | B                   | 97.981           | 125,12                | 103,03                 |
| FASI                 | 1                     | B                   | 294.495          | 380,79                | 336,74                 |
| FASIE                | 1                     | B                   | 61.953           | 21,62                 | 18,65                  |
| FISDE ENEL           | 1                     | A                   | 94.941           | 37,98                 | 32,33                  |
| Fondo est            | 2                     | B                   | 1.655.277        | 0,00                  | 0,00                   |
| Insieme salute       | 1                     | C                   | 0                | 3,33                  | 2,46                   |
| Intesa               | 2                     | A                   | 215.105          | 157,12                | 158,63                 |
| Luxottica            | 2                     | A                   | 4.638            | 0,33                  | 0,20                   |
| Metasalute           | 2                     | B                   | 1.871.033        | 201,00                | 179,69                 |
| Poste vita           | 2                     | C                   | 140.589          | 22,66                 | 22,42                  |
| QUAS                 | 1                     | B                   | 90.960           | 0,00                  | 0,00                   |
| Sanarti              | 2                     | B                   | 550.000          | 76,58                 | 69,09                  |
| Sanimoda             | 2                     | B                   | 171.912          | 23,91                 | 21,00                  |
| Uibanca              | 1                     | A                   | 10.201           | 7,73                  | 7,84                   |
| Unicredit (Uni ca)   | 2                     | A                   | 123.778          | 74,75                 | 68,08                  |
| <b>Totale</b>        |                       |                     | <b>7.132.333</b> | <b>1.320,27</b>       | <b>1.186,62</b>        |

**Tipologia di fondi:** A = Aziendali; B = Contrattuali e di Categoria; C = Fondi aperti e SMS;

D = Fondi LTC. **Tipologia di gestione:** 1 = Autogestione; 2 = Assicurati: (1) = nei fondi assicurati le prestazioni corrispondono ai premi versati

*Il dato dell'importo delle prestazioni erogate, oltre a non essere disponibile per tutti i fondi, è inesatto, in quanto non corrisponde alle uscite del fondo per prestazioni. (2) Per i fondi dedicati esclusivamente alla copertura LTC la significativa differenza fra contributo e prestazioni è legata alle caratteristiche della copertura, che presuppone accantonamenti annuali per l'intera vita dell'iscritto in funzione delle erogazioni future.*

<sup>20</sup> Per i disagi causati dal *lockdown* non è stato possibile reperire alcuni bilanci normalmente disponibili.

**Il rapporto prestazioni/contributi** – Dall’analisi dei dati a disposizione è possibile ricavare un interessante indicatore medio: il rapporto prestazioni/contributi, che per il 2019 risulta mediamente pari al 90%; tale valore conferma peraltro un buon utilizzo dei fondi da parte delle collettività assicurate. Da rilevare, inoltre che, utilizzando i dati contabili e il numero degli iscritti (compresi i familiari), tra i fondi censiti è possibile fare una statistica rispetto al contributo medio, identificando almeno 3 classi di contribuzione. Ovviamente, le prestazioni medie dei predetti fondi sono coerenti con i contributi pagati.

- Contributo medio < di 200 euro annui: 8 fondi;
- Contributo medio da 300 euro a 800 euro annui; 7 fondi;
- Contributo medio sopra 800 euro: 3 fondi;

**Il patrimonio** dei **26 fondi** considerati nella **tabella 9.3** è pari a **1,85 miliardi di euro** e rappresenta il **33,6% del totale patrimoniale dei fondi**, stimato nel capitolo 1. Ove possibile sono state suddivise le attività in categorie d’investimento (**figura 9.1**).

**La gestione** - Generalmente, escludendo in parte i grandi fondi storici tipo Fasi, Fasdac e Casagit e qualche grande fondo contrattuale come Fondo Est, Sanarti e Faschim, prevale la **gestione indiretta** tramite delega a gestori terzi, anche se in molti casi si procede con **gestione diretta** all’acquisto di OICR, SICAV e ETF.

La **figura 9.1** evidenzia il mix di investimenti dei fondi sanitari: rispetto al 2018 è aumentata la liquidità (conti correnti e investimenti a breve termine, titoli postali) che pesa per il **29,65%** (era il 21,7% lo scorso anno); si riduce il peso di Fondi Obbligazionari, obbligazioni e titoli di Stato, che pesano per il **51,6%** contro il 72,5%; in totale gli investimenti liquidità, monetari e obbligazionari pesano per oltre il 75%. Si riduce leggermente il peso delle polizze di assicurazioni, che passano dall’1,2% dello scorso anno allo **0,8%**. La parte interessante che inizia a qualificare questi fondi come investitori istituzionali è rappresentata dagli investimenti in azioni anche attraverso OICR, che valgono il **4,85%** contro il 4,6% del 2018. Altrettanto importante è l’investimento in fondi alternativi non presenti lo scorso anno, che nella rilevazione pesano per il **13%**<sup>21</sup>.

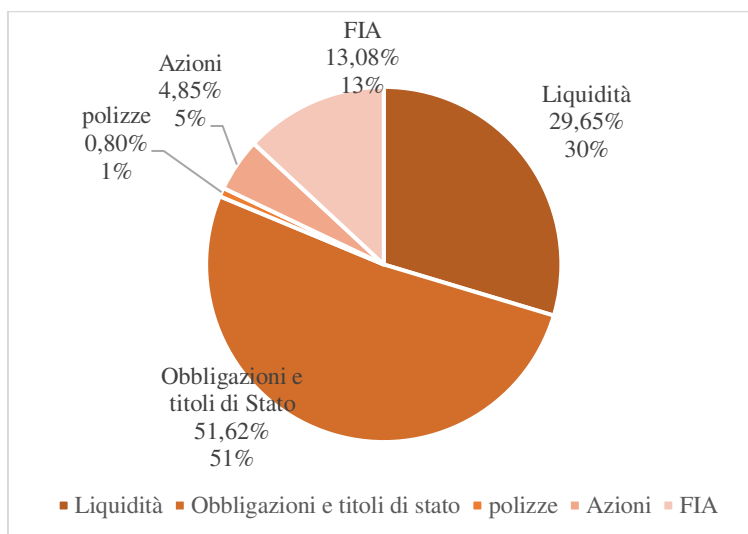
In conclusione, gli investimenti sono coerenti con le attività specifiche dei Fondi sanitari che hanno impegni verso gli iscritti nell’anno e poco più, per cui almeno le principali riserve devono essere disponibili e liquidabili in tempi strettissimi. Se questa considerazione vale per i fondi medio grandi, diventa indispensabile per i numerosi fondi di ridotte dimensioni patrimoniali.

I fondi medio grandi, come quello del Gruppo Intesa o i fondi dei dirigenti, dispongono di una gestione più diversificata, con investimenti anche di medio lungo periodo, delle riserve in azioni e fondi alternativi; questi ultimi in attività prossime a quelle sanitarie come le RSA.

---

<sup>21</sup> Come si è più volte fatto notare, l’esame dei bilanci è complesso per diversi motivi: in alcuni bilanci sono evidenziate solo le percentuali dei vari asset in cui è investito il patrimonio ma senza indicare il patrimonio; in questa condizione sono anche i grandi fondi contrattuali di nuova generazione. In altri casi gli investimenti sono descritti come obbligazionari o alternativi ma la denominazione degli investimenti varia molto da fondo a fondo e non è omogenea. Per quanto riguarda gli investimenti alternativi, tutti diretti, non ci sono specifiche se trattasi di mobiliari o immobiliari.

**Figura 9.1 - Distribuzione % del patrimonio per tipologia di gestione**



Nonostante l'enorme sviluppo dei fondi sanitari in termini di iscritti, si nota dall'esame dei bilanci 2019 una modesta patrimonializzazione di questi soggetti e la conseguente necessità di una normativa che obblighi ad avere almeno 1 o più annualità di prestazioni come riserva per poter far fronte a situazioni sanitarie impreviste quali quella recente di COVID-19.

Inoltre, tenendo conto dell'invecchiamento demografico, sarebbe opportuno analizzare l'effetto del fenomeno sui fondi sanitari, soprattutto se, come auspicabile, si prevede la possibilità di iscrizione anche per i nuovi pensionati.

## Nota metodologica

**Il campione analizzato** – Il Report analizza tutti i Fondi Pensione Negoziali (33 nel 2019) e tutte le Casse dei Liberi Professionisti (ad esclusione di ONAOSI), i principali Fondi Pensione Preesistenti (45 fondi autonomi su un totale di 235 fondi, pari al 99% degli iscritti totali e al 90% del patrimonio complessivo) e le maggiori Fondazioni di Origine Bancaria (le prime 27 su 86, che rappresentano l'85% del totale attivo).

**Rilevazione dati** - Le principali fonti di dati per il caricamento del *database* investitori istituzionali, dal quale si effettuano le elaborazioni contenute nel presente Report, sono i bilanci d'esercizio e, ove presenti, le note informative pubblicate sui siti web. Alcuni dati di dettaglio non ricavabili dai documenti ufficiali vengono forniti direttamente dagli Enti su specifica richiesta del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali. Tuttavia, i dati relativi a OICR, OICV, SICAV, FIA e altri strumenti di risparmio gestito acquistati direttamente potrebbero risultare parziali in quanto non tutti gli Enti comunicano questo dettaglio.

**Classificazione degli investimenti** - La peculiarità del Report consiste nel riclassificare gli investimenti effettuati dagli investitori istituzionali italiani presenti nel campione analizzato sulla base della diversa modalità di gestione attuata: diretta o indiretta. La metodologia applicata consiste nel ripartire le principali voci dell'attivo patrimoniale, così come risulta dallo schema di bilancio, tra investimenti diretti e investimenti in gestione realizzati tramite uno specifico mandato a gestori professionali.

Il principio di riclassificazione utilizzato per distinguere un investimento indiretto affidato in gestione, da un investimento diretto è la differente modalità giuridica di gestione delle risorse di natura individuale o collettiva: un investimento è definito **indiretto** se la gestione delle risorse è di natura "individuale", realizzata *ad hoc* per il committente per cui alla base del rapporto tra l'Ente e la società di gestione del risparmio vi è uno specifico **mandato di gestione** che definisce le linee guida cui attenersi per investire le risorse affidate ed eventualmente il *benchmark*, il *target*, il *budget* di rischio; al contrario, si tratta di investimento **diretto** se la gestione è di natura "collettiva", nel senso che la società, nell'effettuare le proprie scelte di investimento, non dipende direttamente dalle indicazioni fornite da un singolo Ente (è il caso, ad esempio, dell'acquisto diretto di quote di OICR – Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio o di un FIA e così via). Possono, tuttavia, riscontrarsi **casi "ibridi" di strumenti d'investimento collettivo del risparmio** (fondi comuni d'investimento o SICAV) **costituiti ad hoc per uno o più Enti** che, dal punto di vista giuridico, sembrano non porre alcun dubbio circa la classificazione come investimenti diretti ma che dal punto di vista sostanziale potrebbero essere considerati investimenti indiretti per via dell'individualità della proposta finanziaria. Nel presente Report tali casi vengono qualificati come ***investimenti diretti***, in quanto manca un vero e proprio mandato di gestione e anche in ragione della diversa applicazione dei principi contabili che ne conseguono; infatti in questo ultimo caso vengono riportati solo i valori iniziali (acquisto) e finali dell'investimento nell'OICR dedicato mentre nel caso del mandato, l'ente o l'investitore istituzionale è tenuto sulla base dei principi contabili a riportare nella propria rendicontazione di gestione tutti i movimenti effettuati dal gestore (acquisti, vendite, stacco cedola, dividendi, ecc.).



In merito all'eventualità che le società di gestione di queste "piattaforme" deleghino (in tutto o in parte) la gestione delle risorse ad altri gestori professionali si procede come segue: l'AUM (*Asset Under Management*) viene attribuito alla società che ha costituito la "piattaforma"; tuttavia, se si dispone del dettaglio relativo agli eventuali sub gestori ne verrà data apposita indicazione nel testo e, in particolare, nelle note alle classifiche dei gestori "diretti".

Per le ragioni di cui sopra, la stessa classificazione (investimento diretto) vale anche per le gestioni separate che non sempre negli schemi di bilancio degli Enti considerati vengono classificate in maniera univoca: in alcuni casi sono ricomprese tra gli investimenti in gestione e in altri casi tra quelli diretti.

