

## COMMISSIONE PARLAMENTARE

### di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale

#### S O M M A R I O

INDAGINE CONOSCITIVA:	
Sulla pubblicità dei lavori .....	71
Indagine conoscitiva sugli investimenti finanziari e sulla composizione del patrimonio degli enti previdenziali e dei fondi pensione anche in relazione allo sviluppo del mercato finanziario e al contributo fornito alla crescita dell'economia reale ( <i>Esame del documento conclusivo e approvazione</i> ) .....	71
ALLEGATO ( <i>Documento conclusivo approvato dalla Commissione</i> ) .....	73

#### INDAGINE CONOSCITIVA

*Giovedì 12 giugno 2025. — Presidenza del presidente Alberto BAGNAI.*

#### La seduta comincia alle 8.30.

##### Sulla pubblicità dei lavori.

Alberto BAGNAI, *presidente*, comunica che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata, se non vi sono obiezioni, anche tramite l'impianto audiovisivo a circuito chiuso.

**Indagine conoscitiva sugli investimenti finanziari e sulla composizione del patrimonio degli enti previdenziali e dei fondi pensione anche in relazione allo sviluppo del mercato finanziario e al contributo fornito alla crescita dell'economia reale.**

*(Esame del documento conclusivo e approvazione).*

Alberto BAGNAI, *presidente e relatore*, ricorda che l'ordine del giorno reca l'esame del documento conclusivo dell'indagine conoscitiva in titolo. Comunica inoltre che non sono state trasmesse proposte di modifica o integrazione al testo trasmesso ai commissari nei termini stabiliti nella riunione dell'ufficio di presidenza integrato dai rappresentanti dei gruppi del 29 maggio scorso. Illustra quindi lo schema di documento conclusivo da lui predisposto (*vedi allegato*).

Intervengono nel merito del documento conclusivo i senatori Tino MAGNI (Misto), Maria Cristina CANTÙ (LSP-PSd'Az), Elisa PIRRO (M5S), Annamaria FURLAN (IV-C-RE), i deputati Daniela DONDI (FDI), Giorgio LOVECCHIO (FI-PPE) e Virginio MEROLA (PD-IDP).

Alberto BAGNAI, *presidente e relatore*, dopo aver replicato ai parlamentari intervenuti, ringrazia i componenti della Com-

missione per il proficuo lavoro svolto e pone in votazione il documento conclusivo.

La Commissione approva all'unanimità il documento conclusivo.

Intervengono, sui lavori della Commissione, i senatori Susanna Lina Giulia CAMUSSO (PD-IDP) e Tino MAGNI (Misto), a cui risponde Alberto BAGNAI, *presidente*.

Alberto BAGNAI, *presidente*, nessun altro chiedendo di intervenire, dichiara conclusa la seduta.

**La seduta termina alle 9.30.**

---

*N.B.: Il resoconto stenografico della seduta della Commissione è pubblicato in un fascicolo a parte.*

ALLEGATO

**Indagine conoscitiva sugli investimenti finanziari e sulla composizione del patrimonio degli enti previdenziali e dei fondi pensione anche in relazione allo sviluppo del mercato finanziario e al contributo fornito alla crescita dell'economia reale.**

**DOCUMENTO CONCLUSIVO APPROVATO DALLA COMMISSIONE**

**SOMMARIO**

1. INTRODUZIONE .....	3
1.1 IL PROGRAMMA DELL'INDAGINE E GLI OBIETTIVI.....	3
1.2 L'ATTIVITÀ SVOLTA DALLA COMMISSIONE.....	4
2. LE CASSE DI PREVIDENZA.....	8
2.1 PREMessa.....	8
2.2 PRINCIPALI INFORMAZIONI CONTABILI.....	15
2.2.1 IN GENERALE.....	15
2.2.2 CREDITI CONTRIBUTIVI E FONDO SVALUTAZIONE CREDITI CONTRIBUTIVI .....	19
2.2.3 SALDI PREVIDENZIALI E PLATEE DI RIFERIMENTO.....	25
2.2.4 SALDI ASSISTENZIALI E PLATEE DI RIFERIMENTO .....	28
2.3 CORPORATE GOVERNANCE E ADVISOR.....	31
2.3.1 AREA INVESTIMENTI E FUNZIONI DI CONTROLLO .....	31
2.3.2 SOGGETTI/ ADVISOR CHE INTERVENGONO NEL PROCESSO DECISIONALE DI INVESTIMENTO / CONTROLLO DEL PORTAFOGLIO DEGLI ENTI .....	35
2.3.3 BANCA DEPOSITARIA.....	41
2.4 IL PORTAFOGLIO FINANZIARIO E LE ATTIVITÀ REALI.....	43
2.4.1 ASSET ALLOCATION .....	43
2.4.2 LOCALIZZAZIONE GEOGRAFICA DEGLI INVESTIMENTI.....	51
2.4.3 INVESTIMENTI IN PRODOTTI ESG E "MISSION RELATED" .....	53
2.4.4 I RENDIMENTI E GLI INDICATORI DI RISCHIO.....	55
2.5 CONCLUSIONI SULLE CASSE DI PREVIDENZA .....	63
3. LE FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE .....	67
3.1 PREMessa.....	67
3.2 COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO .....	68
3.2.1 FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARI: ASSET ALLOCATION .....	68
3.2.2 LINEE DI INVESTIMENTO: ASSET ALLOCATION .....	71
3.2.3 LOCALIZZAZIONE GEOGRAFICA DEGLI INVESTIMENTI.....	73
3.2.4 INVESTIMENTI ALTERNATIVI E ESG.....	75
3.2.5 I RENDIMENTI.....	76
3.3 CONCLUSIONI SULLE FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE .....	79
APPENDICE 1 - DESCRIZIONE SINTETICA DEL SISTEMA DI VIGILANZA PUBBLICO SULLE CASSE DI PREVIDENZA .....	85
APPENDICE 2 – CASSE DI PREVIDENZA: PRINCIPALI INFORMAZIONI CONTABILI .....	88

## 1. INTRODUZIONE

### 1.1 IL PROGRAMMA DELL'INDAGINE E GLI OBIETTIVI

La Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale, nell'ambito delle proprie competenze, ha inteso svolgere una indagine conoscitiva per approfondire le tematiche inerenti alle politiche di investimento delle Casse di previdenza e delle forme di previdenza complementare.

A tal fine, l'Ufficio di Presidenza, integrato dai rappresentanti dei Gruppi, della Commissione, nella riunione del 20 dicembre 2023, ha approvato lo svolgimento dell'indagine conoscitiva sugli investimenti finanziari e sulla composizione del patrimonio degli enti di previdenza obbligatoria e complementare anche in relazione allo sviluppo del mercato finanziario e al contributo fornito alla crescita dell'economia reale. Raggiunte le intese coi Presidenti delle Camere sul programma dell'indagine, così come prescritto dall'art. 144, comma 1, del Regolamento della Camera, la Commissione in sede plenaria ha approvato definitivamente lo svolgimento dell'indagine nella seduta del 10 gennaio 2024.

Secondo il programma approvato dalla Commissione, l'indagine si è proposta di effettuare una ricognizione delle attuali politiche di investimento e della composizione dei portafogli di Casse e fondi, che approfondendo i documenti di sintesi forniti dai rapporti annuali delle altre istituzioni vigilanti (quali Corte dei Conti e Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione - COVIP) descriva le tendenze in atto alla luce:

- dello scenario macroeconomico globale (e in particolare delle persistenti tensioni inflazionistiche e dei loro riflessi sulla struttura dei tassi di interesse e sui rendimenti delle diverse *asset class*);
- dell'evoluzione dei mercati finanziari internazionali;
- della transizione ecologica e in particolare dei requisiti posti dalle normative ESG;
- della transizione demografica e delle sfide da essa specificamente poste al mondo delle professioni.

I principali profili di interesse che la Commissione si è proposta di approfondire nel corso dell'indagine comprendono:

- la composizione dei portafogli delle singole istituzioni e la loro evoluzione storica e prospettica;
- una ricognizione delle modalità di gestione del patrimonio (diretta o indiretta) con particolare riguardo alle procedure di selezione degli *advisor*;
- un'analisi degli investimenti ccdd. "*mission related*" e della relativa disciplina;
- la redditività netta degli investimenti immobiliari e l'impatto sulla loro *performance* delle politiche di transizione ecologica (ad esempio, della revisione attualmente in corso della EPBD, *Energy Performance of Buildings Directive*);

- l'impatto sull'economia reale nazionale delle politiche di investimento degli enti;
- la struttura e l'efficacia dei sistemi di controllo e di *risk management*;
- l'evoluzione delle Casse previdenziali e delle forme di previdenza complementare verso il ruolo di investitori istituzionali e il loro potenziale contributo allo sviluppo dell'economia reale del Paese.

L'obiettivo principale dell'indagine consiste nel consentire alla Commissione di valutare le sfide e le opportunità che il sistema previdenziale vigente, così come è stato delineato a seguito delle privatizzazioni di buona parte degli Enti e dello sviluppo del secondo e terzo pilastro, fronteggia nel suo percorso di evoluzione verso il ruolo di "investitore istituzionale", avuto riguardo alle particolari caratteristiche di rendimento e rischiosità degli investimenti nell'economia reale, e tenuto conto delle sfide poste dalla doppia transizione ecologica e demografica.

Inoltre, nelle more dell'emanazione del decreto ministeriale menzionato dall'art. 14, comma 3, del decreto-legge 6 luglio 2011, n. 98, convertito con modificazioni dalla legge 15 luglio 2011, n. 111, come modificato dall'art. 1, comma 311, della legge 29 dicembre 2022, n. 197 (legge di bilancio 2023), avente a oggetto le norme di indirizzo in materia degli investimenti delle risorse finanziarie degli enti di diritto privato di cui al d.lgs. n. 509/1994 e al d.lgs. n. 103/1996 (il cd. "regolamento investimenti"), i risultati dell'indagine potranno essere di ausilio per l'opera del legislatore delegato e delle amministrazioni vigilanti su questi specifici Enti.

## 1.2 L'ATTIVITÀ SVOLTA DALLA COMMISSIONE

L'attività della Commissione ha avuto per oggetto diversi cicli di audizioni, che hanno riguardato pressoché tutte le realtà operanti nel settore, sia quelle aventi natura istituzionale che quelle rappresentative degli interessi, nonché tutte le 20 Casse di previdenza di cui al d.lgs. n. 509/1994 e al d.lgs. n. 103/1996.

La maggior parte dei soggetti auditi ha consegnato documentazione, che è pubblicata nella sezione del sito istituzionale della Camera dei deputati dedicata alla Commissione, unitamente ai resoconti di seduta.

La prima audizione si è svolta il 24 gennaio 2024 e ha riguardato il presidente e altri rappresentanti dell'Associazione degli Enti Previdenziali Privati (AdEPP), i quali hanno approfondito le peculiarità della gestione del patrimonio da parte delle Casse di previdenza rispetto a quella degli altri investitori istituzionali, soffermandosi anche sulle principali tendenze in atto in relazione sia alle scelte di investimento che alle relative modalità di gestione.

In data 15 febbraio 2024 è stato audito il presidente del Fondo Cometa, il quale ha approfondito il tema dello strutturale sotto-investimento nell'economia reale da parte dei

fondi pensione, sottoponendo peraltro alla Commissione una proposta nel senso di predisporre, da parte di un fondo pubblico-privato, un meccanismo di protezione del rendimento al fine di incoraggiare l'afflusso di capitali negli investimenti ccdd. "alternativi"<sup>1</sup>.

L'audizione del presidente della Società per lo sviluppo del Mercato dei Fondi Pensione (Mefop) – ente costituito dal Ministero dell'economia e delle finanze nel 1999 con la finalità di supportare l'attività dei fondi pensione italiani –, svolta il 14 marzo 2024, ha consentito alla Commissione di analizzare le possibili determinanti della minor presenza nei portafogli delle Casse di previdenza e dei fondi pensione italiani – nel confronto internazionale – degli investimenti domestici (specialmente con riferimento agli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio - OICR e alle azioni) rispetto a quelli non domestici.

Il 21 marzo 2024 è stato il turno dei rappresentanti della Federazione Banche Assicurazioni e Finanza (FeBAF), i quali si sono soffermati sul ruolo degli investitori istituzionali, quali gli enti di previdenza e le assicurazioni, nell'economia reale e hanno avanzato alcune proposte sulle modalità con cui favorire l'afflusso di capitali verso le imprese italiane.

Nell'audizione del 16 aprile 2024, i rappresentanti di Assofondipensione, associazione che riunisce i fondi pensione negoziali, hanno fornito un quadro di sintesi sul settore della previdenza complementare, nonché elementi informativi circa alcune iniziative poste in essere a sostegno dell'economia italiana da parte degli stessi fondi.

L'audizione dell'Amministratore delegato di CDP Venture Capital (società di gestione del risparmio partecipata da CDP Equity e Invitalia), svolta il 9 maggio 2024, ha consentito alla Commissione di acquisire un quadro generale sul mercato del *venture capital* italiano<sup>2</sup>, sulle sue recenti dinamiche e sulle cause di ritardo strutturale rispetto ad altri Paesi europei, nonché sul ruolo degli enti di previdenza e di CDP Venture Capital nello sviluppo di tale comparto.

I rappresentanti di Assogestioni, associazione che riunisce le società italiane di gestione del risparmio (SGR), auditi il 16 maggio 2024, si sono soffermati sugli investimenti degli enti di previdenza nell'ambito della situazione del mercato italiano dei capitali. Hanno altresì indicato alcune linee di indirizzo quali proposte al legislatore per un rafforzamento del settore della previdenza complementare.

---

<sup>1</sup> Ovvero quelli con caratteristiche diverse rispetto agli investimenti tradizionali come azioni, obbligazioni e liquidità.

<sup>2</sup> Relativo alle attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate, in fase di *start-up*, connotate da un elevato potenziale di sviluppo.

L'audizione dei rappresentanti dell'Associazione Italiana del *Private Equity, Venture Capital e Private Debt* (AIFI), svolta il 23 maggio 2024, ha avuto per oggetto il settore degli investimenti alternativi, anche in riferimento alle peculiarità del contesto italiano.

A seguito delle audizioni sopra indicate, la Commissione ha ritenuto opportuno procedere a un esame più approfondito della componente privata del primo pilastro del settore previdenziale, mediante uno specifico ciclo di audizioni di tutti i venti enti privati di previdenza obbligatoria (ccdd. "Casse di previdenza" o "Casse"), istituiti in attuazione del d.lgs. n. 509/1994 e del d.lgs. n. 103/1996.

Al fine di consentire alla Commissione di acquisire dati omogenei, è stato chiesto a ciascun Ente di produrre una relazione informativa sui temi di maggiore interesse per l'attività conoscitiva della Commissione medesima, con particolare riferimento:

- alla struttura organizzativa dell'Ente e al processo di definizione e attuazione delle politiche di investimento;
- al processo di gestione delle attività e delle passività (cd. "*Asset & Liability Management*") e all'attuale composizione del portafoglio, con *focus* specifici sui seguenti temi:
  - localizzazione geografica degli investimenti;
  - composizione e gestione del patrimonio immobiliare;
  - impieghi in investimenti alternativi, anche in un'ottica di sostegno all'economia reale;
- ai rendimenti (contabili e a valori di mercato) realizzati nell'ultimo quinquennio.

Il ciclo di audizioni è iniziato il 27 giugno 2024, con l'audizione del presidente e di altri rappresentanti di Cassa forense, e si è concluso il 27 marzo 2025, con l'audizione di rappresentanti dell'Opera nazionale di assistenza orfani sanitari italiani (ONAO SI). Ciascuna Cassa ha presentato una relazione sui temi oggetto dell'indagine, che è pubblicata nella sezione del sito istituzionale della Camera dei deputati dedicata alla Commissione.

Al fine di avere un quadro completo ed omogeneo delle principali informazioni contabili, con particolare riferimento alla composizione del portafoglio e ai rendimenti realizzati, è stato inoltre trasmesso a tutte le Casse di previdenza un questionario da compilare secondo uno *standard* predefinito.

Nel corso dello svolgimento del ciclo di audizioni dedicato alle Casse di previdenza, la Commissione ha proceduto a svolgere alcune ulteriori audizioni.

In particolare, il 25 novembre 2024 è stato audito il Ministro dell'economia e delle finanze, on. Giancarlo Giorgetti, il quale ha approfondito diversi temi di interesse per l'attività della Commissione, quali: l'evoluzione della natura giuridica e delle finalità perseguite dagli enti previdenziali, anche in relazione all'articolazione e all'efficacia del sistema dei controlli; la consistenza e la struttura dei patrimoni del settore, anche con

riferimento alla relazione che intercorre tra dimensione e modalità di gestione del patrimonio; alcune tematiche di carattere fiscale; il contributo fornito all'economia reale dagli investimenti degli enti previdenziali. Il Ministro ha inoltre avuto modo di illustrare contenuti e finalità dello schema di decreto relativo all'attività di investimento, di gestione dei conflitti di interesse e di selezione del soggetto depositario (cd. "regolamento investimenti"<sup>3</sup>), anche nell'ambito degli obiettivi e gli interventi adottati dal Ministero nell'ambito della riforma del mercato dei capitali, nonché di individuare possibili aree di intervento normativo in merito alla disciplina della previdenza complementare.

Il 16 gennaio 2025 si è svolta l'audizione dell'amministratore delegato e di altri rappresentanti di Generali Italia, i quali hanno fornito un quadro di sintesi sulla *governance* dei processi di investimento del risparmio assicurativo e sul contributo delle imprese di assicurazione – e del Gruppo in particolare – all'ampliamento dell'offerta di prodotti di previdenza complementare e al sostegno dell'economia reale.

Il 20 marzo 2025 si è svolta l'audizione di rappresentanti di Prometeia Advisor Sim, i quali hanno fornito un quadro di sintesi sulle politiche di investimento delle Casse di previdenza e dei fondi pensione, nonché delle modalità con cui le società di consulenza supportano tali enti previdenziali nella definizione dell'*asset & liability management*, dell'*asset allocation* e delle attività di *risk management*.

L'audizione della presidente f.f. e di altri rappresentanti della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione (COVIP), svoltasi il 10 aprile 2025, ha avuto per oggetto le politiche di investimento delle forme pensionistiche complementari (fondi pensione negoziali, fondi pensione aperti, piani individuali pensionistici e fondi pensione preesistenti). Sono state approfondite, in particolare, le questioni relative all'*asset allocation* degli investimenti, alla loro localizzazione geografica nonché ai costi e ai rendimenti degli stessi.

Infine, il 15 maggio 2025 sono stati auditi il presidente del Consiglio di Amministrazione e altri rappresentanti dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) sui principi contabili utilizzati nei bilanci degli enti previdenziali, con particolare riferimento ai criteri di contabilizzazione dei crediti contributivi, alle soglie di significatività delle voci contabili nell'ambito dell'attività di revisione contabile, all'introduzione della contabilizzazione cd. "*accrual*" alle Casse previdenziali.

---

<sup>3</sup> In attuazione dell'art. 14, comma 3, del decreto-legge 6 luglio 2011, n. 98, convertito, con modificazioni, dalla legge 15 luglio 2011, n. 111 come modificato dall'art. 1, comma 311, della legge 29 dicembre 2022, n. 197 (legge di bilancio 2023).

## 2. LE CASSE DI PREVIDENZA

### 2.1 PREMESSA

La Commissione ha ritenuto di approfondire in modo particolare le politiche di investimento e la composizione del patrimonio degli enti privati di previdenza obbligatoria di cui al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509<sup>4</sup>, e di quelle di cui al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103<sup>5</sup>.

Esse infatti gestiscono forme di previdenza obbligatoria, cui sono necessariamente iscritti gli appartenenti alle categorie professionali di riferimento. La maggior parte di esse provvede alla corresponsione della prestazione pensionistica sostitutiva dell'Assicurazione Generale Obbligatoria (AGO), erogata dall'Istituto Nazionale della Previdenza Sociale (INPS) alla generalità dei lavoratori dipendenti<sup>6</sup>.

Le Casse di previdenza di cui al d.lgs. n. 509/1994 (ccdd. "privatizzate") e quelle istituite col d.lgs. n. 103/1996 (ccdd. "private") sono complessivamente 20 e hanno veste giuridica di enti di diritto privato (associazioni o fondazioni). Detti enti, valutati nel loro insieme, rappresentano un importante attore nel panorama degli investitori istituzionali italiani, caratterizzato da una crescita dimensionale costante in termini di patrimoni investiti: in base ai dati di bilancio consuntivo al 2023 essi amministrano infatti un patrimonio complessivo di 107,04 miliardi di euro.

Alle Casse, anche in virtù della loro natura privatistica, è riconosciuta un'autonomia gestionale, organizzativa e contabile, ai sensi dell'art. 2 del citato d.lgs. n. 509/1994, applicabile anche a quelle istituite dal d.lgs. n. 103/1996 in virtù di apposita norma di rinvio (art. 6, comma 7, dello stesso d.lgs. n. 103).

Ciò comporta la conseguenza che la principale *mission* istituzionale perseguita da tali enti, ossia l'erogazione di prestazioni previdenziali obbligatorie, che riveste primario rilievo

---

<sup>4</sup> Le Casse di cui al d.lgs. n. 509/1994 sono gli enti previdenziali pubblici che per effetto di tale disposizione normativa sono stati trasformati in soggetti con personalità giuridica di diritto privato, senza peraltro modificarne le caratteristiche riguardo al regime previdenziale.

<sup>5</sup> Le Casse di cui al d.lgs. n. 103/1996 sono gli enti previdenziali fin dall'inizio costituiti come soggetti di diritto privato e caratterizzati da un regime previdenziale che basa la determinazione delle prestazioni sul metodo di calcolo contributivo previsto dall'art. 1 della legge n. 335/1995.

<sup>6</sup> Nel nostro Paese, il sistema pensionistico pubblico è strutturato secondo il criterio della ripartizione: i contributi versati da lavoratori e aziende vengono utilizzati per pagare le pensioni di coloro che hanno lasciato l'attività lavorativa; per far fronte al pagamento delle pensioni future, dunque, non è previsto alcun accumulo di riserve finanziarie. Il regime a ripartizione è adottato anche dagli Enti di cui al d.lgs. n. 509/1994 e al d.lgs. n. 103/1996 con la differenza che l'eventuale saldo positivo di gestione (entrate per contributi meno uscite per prestazioni) va a costituire il patrimonio "accumulato" degli Enti.

costituzionale<sup>7</sup>, deve necessariamente coniugarsi con la natura privatistica e l'autonomia loro riconosciuta dalla legge<sup>8</sup>. Ciò giustifica un articolato sistema di vigilanza, di natura sia giuridico-amministrativa che tecnico-contabile<sup>9</sup>.

Le Casse di previdenza hanno platee di riferimento relative a diverse categorie di liberi professionisti e, in taluni casi, di lavoratori dipendenti. Per 16 Casse la finalità principale è l'erogazione delle prestazioni previdenziali di base. Vi sono, tuttavia, anche 3 Casse la cui finalità principale è l'erogazione di prestazioni aggiuntive<sup>10</sup> rispetto a quelle dell'Assicurazione Generale Obbligatoria, nonché una<sup>11</sup> che eroga esclusivamente prestazioni di carattere assistenziale. Di seguito si riporta la lista completa delle Casse di previdenza in base alla base giuridica e alla macro-aree di appartenenza<sup>12</sup>.

---

<sup>7</sup> L'art. 38 Cost. dispone: "Ogni cittadino inabile al lavoro e sprovvisto dei mezzi necessari per vivere ha diritto al mantenimento e all'assistenza sociale. I lavoratori hanno diritto che siano preveduti ed assicurati mezzi adeguati alle loro esigenze di vita in caso di infortunio, malattia, invalidità e vecchiaia, disoccupazione involontaria. Gli inabili ed i minorati hanno diritto all'educazione e all'avviamento professionale. Ai compiti previsti in questo articolo provvedono organi ed istituti predisposti o integrati dallo Stato. L'assistenza privata è libera".

<sup>8</sup> In riferimento al perimetro della citata autonomia, si evidenzia che nella sentenza Cass. Civ. Sez. Lavoro del 16.11.2009, n. 24202, la Corte di Cassazione ha chiarito che, dalle disposizioni del d. lgs. n. 509/1994 "risulta [...] una sostanziale delegificazione - affidata dalla legge alla autonomia degli enti previdenziali privatizzati". Questo orientamento è stato condiviso anche dalla Corte costituzionale che, nell'ordinanza n. 254 del 25.11.2016, ha anch'essa affermato che i regolamenti adottati dalle Casse previdenziali "sono riconducibili ad un processo di privatizzazione degli enti pubblici di previdenza e assistenza che si inserisce nel contesto del complessivo riordinamento o della soppressione di enti previdenziali" e che "questo assetto è stato realizzato attraverso una «sostanziale delegificazione» della materia". Ancora, si richiama la sentenza TAR Lazio n. 11081 del 7.9.2015, in cui il Giudice ha condiviso le osservazioni in ordine alla "autonomia, giuridica, organizzativa, e finanziaria di cui godono gli enti previdenziali" e, di converso, in ordine ai "limiti di esercizio dei poteri di vigilanza da parte delle Amministrazioni centrali preposte". Tra gli ultimi pronunciamenti sul tema, peraltro, si segnala l'ordinanza della Corte di Cassazione n. 26360 del 12.9.2023, in cui il Supremo Consesso, alla luce dell'autonomia "gestionale, organizzativa e contabile" riconosciuta dalla legge a tali enti previdenziali, ha stabilito che l'approvazione ministeriale degli statuti e dei regolamenti adottati dai medesimi enti, in quanto aventi "natura squisitamente negoziale" e non "regolamentare in senso proprio", esulerebbe "dal novero dei requisiti che ne determinano l'esistenza e la validità", dal momento che tale approvazione "si riverbera ab extrinseco sull'efficacia dell'atto e si configura come una condicio iuris, che in linea generale opera retroattivamente (art. 1360 cod. civ.), sin dall'emanazione dell'atto stesso".

<sup>9</sup> Si rinvia all'Appendice 1 per una descrizione sintetica del sistema di vigilanza pubblico sulle Casse di previdenza.

<sup>10</sup> In particolare: i) ENPAIA - Gestione ordinaria e speciale, ii) ENASARCO; 3) FASC.

<sup>11</sup> In particolare: ONAOSI che eroga prestazioni di carattere assistenziale a favore degli orfani dei sanitari italiani.

<sup>12</sup> Una delle Casse (ENPAIA) di cui al d.lgs. n. 509/1994 ha istituito al suo interno due gestioni patrimonialmente separate ai sensi del d.lgs. n. 103/1996, destinate a specifiche collettività di riferimento.

<b>Num.</b>	<b>Denominazione Ente</b>	<b>Base giuridica</b>	<b>Macro-aree di appartenenza</b>
1	Cassa nazionale di previdenza e assistenza forense (CF)	Dlgs 509/94	Giuridico, economico e sociale
2	Cassa nazionale del notariato (CNN)	Dlgs 509/94	Giuridico, economico e sociale
3	Cassa nazionale di previdenza e assistenza a favore dei dottori commercialisti (CNPADC)	Dlgs 509/94	Giuridico, economico e sociale
4	Cassa nazionale di previdenza ed assistenza a favore dei ragionieri e periti commerciali (CNPR)	Dlgs 509/94	Giuridico, economico e sociale
5	Ente nazionale di previdenza e assistenza per i consulenti del lavoro (ENPACL)	Dlgs 509/94	Giuridico, economico e sociale
6	Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti italiani "Giovanni Amendola" (INPGI)	Dlgs 103/96	Giuridico, economico e sociale
7	Cassa italiana di previdenza ed assistenza dei geometri liberi professionisti (CIPAG)	Dlgs 509/94	Professioni tecniche
8	Ente nazionale di assistenza degli agenti e rappresentanti di commercio (ENASARCO)	Dlgs 509/94	Professioni tecniche
9	Ente nazionale di previdenza e assistenza a favore dei biologi (ENPAB)	Dlgs 103/96	Professioni tecniche
10	Ente di previdenza e assistenza pluricategoriale (EPAP)	Dlgs 103/96	Professioni tecniche
11	Ente di previdenza dei periti industriali e dei periti industriali laureati (EPPI)	Dlgs 103/96	Professioni tecniche
12	Fondo nazionale di previdenza per i lavoratori delle imprese di spedizione corrieri e delle agenzie marittime raccomandatarie e mediatori marittimi (FASC)	Dlgs 509/94	Professioni tecniche
13	Cassa nazionale di previdenza e assistenza per gli ingegneri ed architetti liberi professionisti (INARCASSA)	Dlgs 509/94	Professioni tecniche
14	Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura - Gestione ordinaria e speciale (ENPAIA - Gestione ordinaria e speciale)	Dlgs 509/94	Professioni tecniche
	Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura - Gestione separata agrotecnici (ENPAIA - Gestione separata agrotecnici)	Dlgs 103/96	

	Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura - Gestione separata periti agrari (ENPAIA - Gestione separata periti agrari)	Dlgs 103/96	
15	Ente nazionale di previdenza e di assistenza farmacisti (ENPAF)	Dlgs 509/94	Sanitaria
16	Ente nazionale di previdenza e assistenza per gli psicologi (ENPAP)	Dlgs 103/96	Sanitaria
17	Ente nazionale di previdenza e assistenza dei medici e degli odontoiatri (ENPAM)	Dlgs 509/94	Sanitaria
18	Ente nazionale di previdenza e assistenza della professione infermieristica (ENPAPI)	Dlgs 103/96	Sanitaria
19	Ente nazionale di previdenza e assistenza dei veterinari (ENPAV)	Dlgs 509/94	Sanitaria
20	Opera nazionale assistenza orfani sanitari italiani (ONAOISI)	Dlgs 509/94	Sanitaria

Analizzando le Casse in termini di macro-aree di appartenenza emerge che: i) 6 Casse includono iscritti che operano nel settore giuridico, economico e sociale; ii) 6 Casse includono iscritti che operano nel settore sanitario; iii) 8 Casse includono iscritti che operano nel settore delle professioni tecniche. In termini di Totale attivo le Casse rientranti nell'area giuridica, economica e sociale rappresentano il 35 per cento circa del valore complessivo (37,88 miliardi di euro); quelle del settore sanitario il 33 per cento circa (35,19 miliardi di euro) e quelle dell'area delle professioni tecniche il 32 per cento circa (33,96 miliardi di euro). Si riporta di seguito una tabella di sintesi.

Macro-aree di appartenenza	Numero gestioni	Totale attivo 31.12.2023 (€/miliardi)
Giuridico, economico e sociale	6	37,88
Sanitaria	6	35,19
Professioni tecniche	10	33,96
<b>Totale</b>	<b>22</b>	<b>107,04</b>

In termini patrimoniali gli Enti istituiti ai sensi del d.lgs. n. 509/1994 restano largamente prevalenti, detenendo il 91 per cento circa dell'attivo totale del settore; inoltre nelle prime 5 Casse di maggiori dimensioni<sup>13</sup> si concentrano i tre quarti dell'attivo totale. Si

<sup>13</sup> In particolare: i) ENPAM rappresenta il 24,5% del totale; ii) CF il 17,9%; iii) INARCASSA il 13,2%; iv) CNPADC l'11,6%; v) ENASARCO l'8,3%.

riporta di seguito una tabella di sintesi delle Casse di previdenza in relazione alla base giuridica e al numero di gestioni<sup>14</sup>.

Base giuridica	Numero gestioni	Totale attivo 31.12.2023 (€/miliardi)
d.lgs 509/1994	14	97,26
d.lgs 103/1996	8	9,78
<b>Totale</b>	<b>22</b>	<b>107,04</b>

In linea generale, le Casse predispongono il bilancio consuntivo secondo le previsioni contenute nei propri atti statutari/regolamentari tenendo conto delle disposizioni del codice civile e della normativa a loro applicabile in relazione alla loro particolare natura. Tra le principali fonti normative rilevano ai fini della predisposizione del bilancio: il codice civile (in particolare, gli articoli 2423 e seguenti); il decreto legislativo n. 91 del 31 maggio 2011 e relativi decreti attuativi; il decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 27 marzo 2013 e il decreto del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali del 29 novembre 2007.

Per completezza si segnala che tra gli obiettivi del PNRR vi è quello di dotare le pubbliche amministrazioni di un sistema unico di contabilità economico-patrimoniale *accrual* (riforma 1.15). Nell'ambito dei soggetti tenuti a redigere il bilancio secondo tale modello contabile vi sono anche gli Enti nazionali di previdenza e assistenza, e quindi le Casse previdenziali. È previsto normativamente che la contabilità *accrual* diventi obbligatoria per gli Enti previdenziali a partire dal bilancio 2026. Nel corso del 2025 alcune pubbliche amministrazioni, tra cui anche gli Enti di previdenza, sono state coinvolte in una fase pilota prevista per legge, sulla base della quale esse sono tenute a presentare degli schemi redatti con la contabilità *accrual* in una logica di sperimentazione.

La contabilità *accrual* prevede che i bilanci delle P.A. siano redatti sulla base dei principi contabili italiani (ITAS) predisposti dalla Ragioneria Generale dello Stato. Si tratta un *corpus* unico di regole per la rendicontazione e per la redazione del bilancio di esercizio che mirano ad allineare la contabilità pubblica italiana ai principi e *standard* contabili definiti a livello internazionale (*International Public Sector Accounting Standards - IPSAS*) ed europeo (*European Public Sector Accounting Standards - EPSAS*) per le pubbliche amministrazioni.

---

<sup>14</sup> Si ricorda che una delle Casse (ENPAIA) di cui al d.lgs. n. 509/1994 ha istituito al suo interno due gestioni patrimonialmente separate ai sensi del d.lgs. n. 103/1996, destinate a specifiche collettività di riferimento.

Il passaggio dalla disciplina di bilancio codicistica e dei principi contabili nazionali a quella degli ITAS - e quindi dal criterio del costo storico al criterio del valore di mercato (*fair value*) nella valutazione degli investimenti mobiliari<sup>15</sup> - avrà impatti sulla valutazione degli investimenti finanziari delle Casse: le oscillazioni dei valori del mercato dei capitali porteranno, infatti, ad una maggiore volatilità dei risultati di bilancio.

Dal punto di vista dell'informativa contabile, l'analisi dei bilanci ha evidenziato che la diversa base giuridica delle Casse (ex d.lgs. n. 509/1994 ovvero ex d.lgs. n. 103/1996) si riflette sulle modalità di redazione dei bilanci. Infatti, negli Enti ex d.lgs. n. 509/1994 i teorici montanti contributivi non vengono nella maggior parte dei casi registrati in bilancio. Nello Stato patrimoniale, infatti, tra le passività, i debiti verso gli iscritti attivi e pensionati non vengono evidenziati separatamente e il Patrimonio netto non è impattato dai concreti ed effettivi impegni dell'ente verso gli iscritti. Negli Enti 509/1994 i contributi degli iscritti vengono utilizzati per pagare le prestazioni degli attuali pensionati: l'eventuale saldo positivo tra contributi e prestazioni è portato in aumento del Patrimonio netto. In applicazione delle previsioni del d.lgs. n. 509/1994, all'interno del Patrimonio netto è valorizzata la Riserva legale pari almeno a cinque annualità<sup>16</sup> dell'importo delle pensioni in essere.

Gli Enti ex d.lgs. n. 103/1996 danno, invece, evidenza nel passivo dello Stato patrimoniale dei montanti contributivi che rappresentano le passività verso gli iscritti attivi e i soggetti pensionati<sup>17</sup>. Tali montanti costituiscono, in estrema sintesi, le "promesse pensionistiche" future, in virtù del regime contabile degli Enti 103/1996 e rappresentano, pertanto, una passività dell'ente verso i suoi iscritti.

---

<sup>15</sup> Per completezza, si segnala che nel caso degli investimenti immobiliari l'ITAS 4 "Immobilizzazioni materiali" prevede tali investimenti che possano essere valutati al *fair value*. Si tratta quindi di una facoltà. In alternativa, gli investimenti immobiliari possono essere valutati al costo meno eventuali perdite durevoli di valore in linea con quanto attualmente previsto dal codice civile per le immobilizzazioni materiali.

<sup>16</sup> In particolare, l'art. 1, comma 4, prevede che: "Contestualmente alla deliberazione di cui al comma 1, gli enti adottano lo statuto ed il regolamento, che debbono essere approvati ai sensi dell'art. 3, comma 2, ed ispirarsi ai seguenti criteri: [omissis] c) previsione di una riserva legale, al fine di assicurare la continuità nell'erogazione delle prestazioni, in misura non inferiore a cinque annualità dell'importo delle pensioni in essere". Si segnala, peraltro, che ai sensi dell'art. 59, comma 20, della legge n. 449 del 1997, le riserve tecniche di cui all'art. 1, comma 4, sopra citato sono riferite agli importi delle 5 annualità di pensione in essere per l'anno 1994 [anno di approvazione del d.lgs. n. 509]. Il successivo decreto ministeriale 29 novembre 2007 (GU 6.2.2008, n. 31) ha previsto che, fatto salvo quanto stabilito dall'art. 59, comma 20, della legge 449/1997, gli enti gestiti con il sistema a ripartizione redigono nel bilancio tecnico il prospetto della riserva legale con riferimento a 5 annualità delle pensioni correnti.

<sup>17</sup> L'indagine ha peraltro evidenziato che una Cassa, pur rientrando tra gli Enti costituiti ex d.lgs. n. 103/1996, ha adottato il regime di contabilizzazione degli Enti ex d.lgs. n. 509/1994 (valorizzando la Riserva legale all'interno del Patrimonio netto).

Caratterizzante il bilancio degli Enti 103/1996 è, in generale, la presenza di specifici fondi del passivo: i contributi sono accantonati e rivalutati in un fondo specifico del passivo, denominato, ad es. "Fondo contributi" o "Fondo previdenza". Al momento del pensionamento, la parte dei montanti costituita dai conti individuali degli iscritti viene girocontata al cd. "Fondo pensioni", che accoglie, pertanto, i montanti residui dei pensionati. Il Fondo pensioni risulta, dunque, alimentato in ciascun esercizio dai montanti delle generazioni in pensionamento e diminuito per la quota parte necessaria al pagamento delle pensioni.

Si segnala, quindi, che, nonostante quasi tutti gli Enti 509/1994 siano passati al metodo di calcolo contributivo (ancorché "pro quota"), spesso non è stato adeguato a tale mutamento il regime contabile. Sarebbe pertanto auspicabile che tutti gli Enti che sono passati al contributivo ovvero sono originariamente contributivi adottino un sistema contabile che evidenzii separatamente nel passivo i montanti.

Fermo restando la diversa modalità di contabilizzazione, la sostenibilità di lungo termine delle Casse previdenziali dipende da una pluralità di fattori, riconducibili essenzialmente all'andamento del saldo della gestione (somma dei saldi di previdenza e di assistenza) e al rendimento del patrimonio accumulato.

Sull'andamento della gestione previdenziale - espresso dal saldo per contributi e prestazioni - incidono i regimi contributivi e prestazionali, oltre che le caratteristiche reddituali e socio-demografiche dei diversi bacini di riferimento delle Casse di previdenza.

Per quanto riguarda, invece, la redditività degli investimenti<sup>18</sup>, particolare importanza rivestono le efficaci e consapevoli scelte di investimento nonché adeguati sistemi di *corporate governance*<sup>19</sup>.

Con specifico riferimento alla redditività degli investimenti, nei paragrafi seguenti saranno sintetizzate le principali evidenze dell'indagine la quale ha permesso di ottenere informazioni rilevanti e non sempre accessibili dall'esterno sulle informazioni contabili, sulla composizione e redditività dei portafogli delle Casse, sulle modalità di gestione del patrimonio (diretta o indiretta), sul ruolo degli *advisor* e sulla *corporate governance*.

---

<sup>18</sup> In materia di investimenti si ricorda che l'art. 14, comma 3, del decreto-legge n. 98 del 2011 prevede che il Ministero dell'economia e delle finanze (MEF), di concerto con il Ministero del lavoro e delle politiche sociali, sentita la COVIP, adotti disposizioni volte a regolare l'investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, i relativi conflitti di interessi e la disciplina del depositario dei fondi. Il 14 novembre 2014, il MEF ha sottoposto a consultazione pubblica sino al 5 dicembre 2014 lo Schema di decreto. Ad oggi, però il citato provvedimento non è stato approvato. Comunque, in attesa di tale decreto, l'AdEPP (l'associazione di categoria delle Casse) ha redatto un Codice di Autoregolamentazione.

<sup>19</sup> In particolare, "incertezze" nella *governance* dell'Ente - conseguenti ad esempio a controverse operazioni elettorali - non potranno che avere riflessi negativi sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale della Cassa.

La presente Relazione ed i risultati delle analisi in essa contenute sono elaborati sulla base delle informazioni e dati: i) trasmessi dalle Casse di previdenza in risposta ad apposito Questionario; ii) emersi durante il ciclo di audizioni di tutte le Casse; iii) contenuti nei bilanci consuntivi approvati dalle Casse nel periodo 2019-2023<sup>20</sup>.

## **2.2 PRINCIPALI INFORMAZIONI CONTABILI**

### **2.2.1 IN GENERALE**

Le Casse di previdenza, sulla base dei dati del bilancio consuntivo, registrano al 2023 un Totale attivo pari a 107,04 miliardi di euro, un Patrimonio netto pari a 92,71 miliardi di euro e un Risultato economico di esercizio pari a 5,22 miliardi di euro.

Negli ultimi 4 anni, la dimensione del settore è cresciuta in maniera rilevante. In particolare:

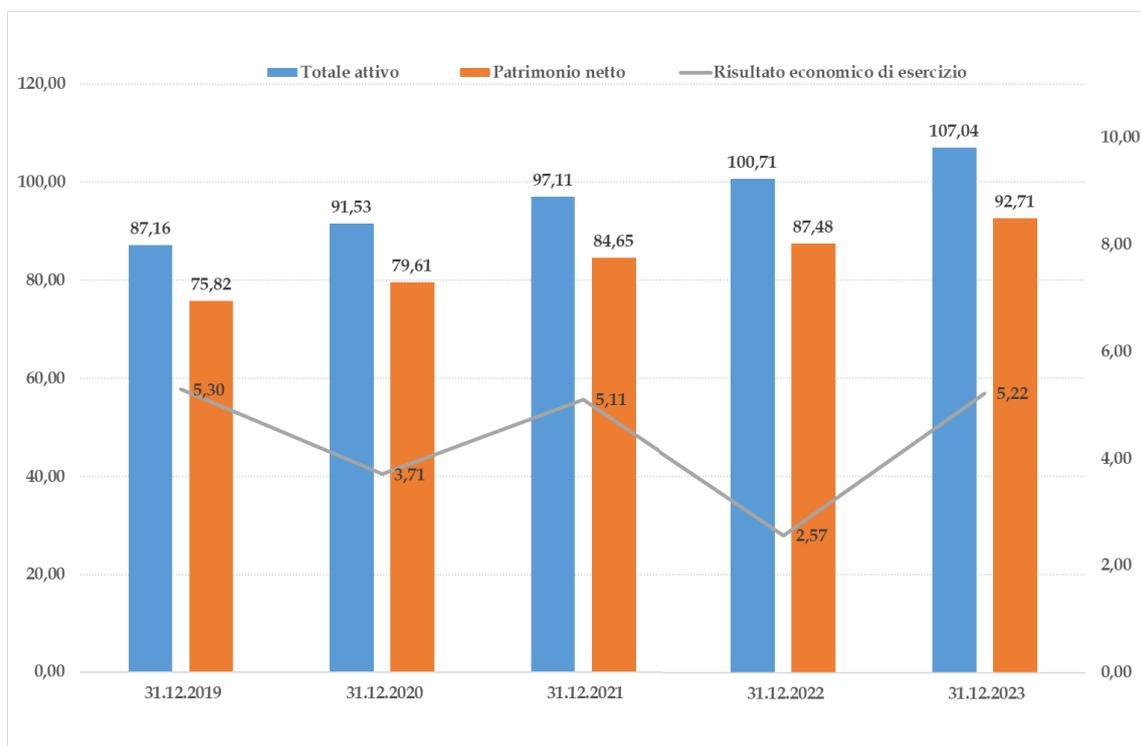
- il Totale attivo è aumentato del 23 per cento (passando da 87,16 miliardi di euro a 107,04 miliardi di euro);
- il Patrimonio netto è cresciuto del 22 per cento (passando da 75,82 miliardi di euro a 92,71 miliardi di euro);
- il risultato economico di esercizio è stato pari complessivamente a 21,92 miliardi di euro.

Posto che alle 20 Casse afferiscono 22 gestioni previdenziali, le analisi svolte nel presente paragrafo sono riferite alle gestioni.

Si riporta di seguito un grafico sull'andamento delle principali informazioni contabili nel periodo 2019-2023.

---

<sup>20</sup> Non vengono, pertanto, analizzate le informazioni contenute negli altri documenti di natura contabile, quali: il Bilancio preventivo, le Note di variazione al Bilancio preventivo e il Bilancio tecnico.



La tabella seguente riporta l'analisi per quartile<sup>21</sup> del Totale attivo al 2023. Dall'analisi della stessa (terzo quartile) emerge che 16 gestioni hanno un Totale attivo inferiore ai 3 miliardi di euro e registrano un patrimonio complessivo pari a complessivamente a 23,84 miliardi di euro (pari al 22,27 per cento del totale complessivo).

31.12.2023	Totale attivo (00,00€)	Frequenza	Frequenza cumulata
Valore minimo	68.814.134	1	1
Primo quartile (25° percentile)	1.082.931.723	5	6
Valore mediano (50° percentile)	1.950.799.571	5	11
Terzo quartile (75° percentile)	3.207.963.356	5	16
Valore massimo	26.116.592.912	6	22

<sup>21</sup> Valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo.

La tabella seguente riporta l'analisi per quartile<sup>22</sup> del Patrimonio netto al 2023. Dall'analisi della stessa (valore minimo) emerge che una Cassa ha un Patrimonio netto negativo<sup>23</sup> e che i valori del Patrimonio netto a livello dei restanti quartili (primo, secondo, terzo e quarto) assumono valori prossimi al valore del Totale attivo. Tale analisi conferma l'assenza e/o l'irrelevanza del ricorso all'indebitamento finanziario da parte delle Casse<sup>24</sup>.

31.12.2023	Patrimonio netto (00,00€)	Frequenza	Frequenza cumulata
Valore minimo	-16.016.246	1	1
Primo quartile (25° percentile)	228.394.810	5	6
Valore mediano (50° percentile)	1.309.180.718	5	11
Terzo quartile (75° percentile)	3.147.659.060	5	16
Valore massimo	25.848.560.551	6	22

La tabella seguente riporta, infine, l'analisi per quartile<sup>25</sup> del risultato economico di esercizio medio nel periodo 2019-2023. Dall'analisi della stessa (valore minimo) emerge che una Cassa ha un risultato economico medio di esercizio negativo. Dall'analisi dei restanti quartili emerge che nel periodo considerato 16 gestioni hanno registrato un utile medio di esercizio inferiore a circa 85 milioni di euro (pari complessivamente a 561.273.643 di euro e al 12,80 per cento del totale). Le restanti 6 gestioni hanno registrato un utile di esercizio medio superiore ai 150 milioni di euro (pari complessivamente a 3.823.692.179 di euro e all'87,20 per cento del totale).

<sup>22</sup> Valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo.

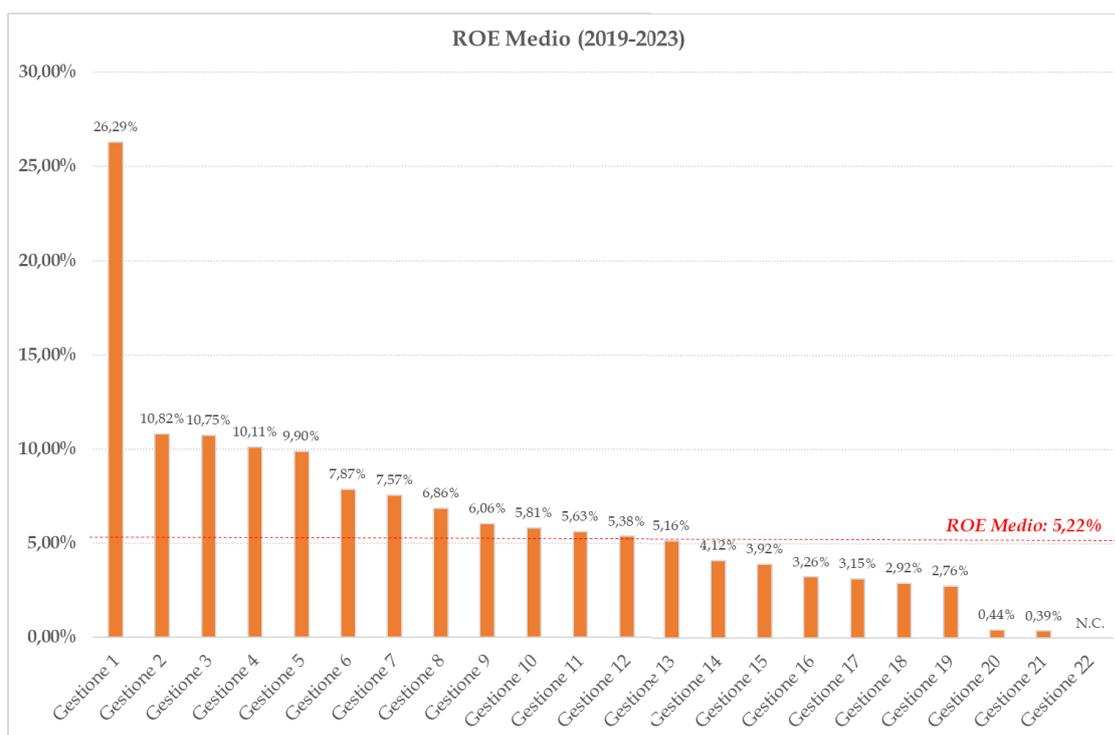
<sup>23</sup> Dall'analisi del relativo bilancio emerge la presenza di un paragrafo dedicato alla continuità aziendale e alle prospettive sulla gestione in cui si evidenzia che *“Il presente paragrafo è stato redatto al fine di esprimere valutazioni in merito agli aspetti relativi alla continuità aziendale, i rischi attesi e l'evoluzione prevedibile sulla gestione anche con riferimento al risultato evidenziato dal presente bilancio, tenuto conto che il bilancio di esercizio è stato redatto nel presupposto della continuità aziendale, pur in presenza di un patrimonio netto negativo pari ad € 16.016.246”*.

<sup>24</sup> Si ricorda che ai sensi dell'art. 1, comma 3, del d.lgs. n. 509/1994 *“Agli enti stessi non sono consentiti finanziamenti pubblici diretti o indiretti, con esclusione di quelli connessi con gli sgravi e la fiscalizzazione degli oneri sociali”*. Tale disposizione viene richiamata anche dal d.lgs. n. 103/1996.

<sup>25</sup> Valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo.

31.12.2019 - 31.12.2023	Risultato economico di esercizio (valore medio)	Frequenza	Frequenza cumulata
Valore minimo	-10.131.429	1	1
Primo quartile (25° percentile)	12.745.758	4	5
Valore mediano (50° percentile)	59.407.944	6	11
Terzo quartile (75° percentile)	134.449.376	5	16
Valore massimo	1.147.029.931	6	22

Nel periodo 2019-2023, l'utile medio del campione è stato a 4,38 miliardi di euro, il *Return On Equity* (ROE<sup>26</sup>) medio si è attestato al 5,22 per cento. Si riporta di seguito un grafico di sintesi sul ROE medio realizzato dalle singole gestioni.

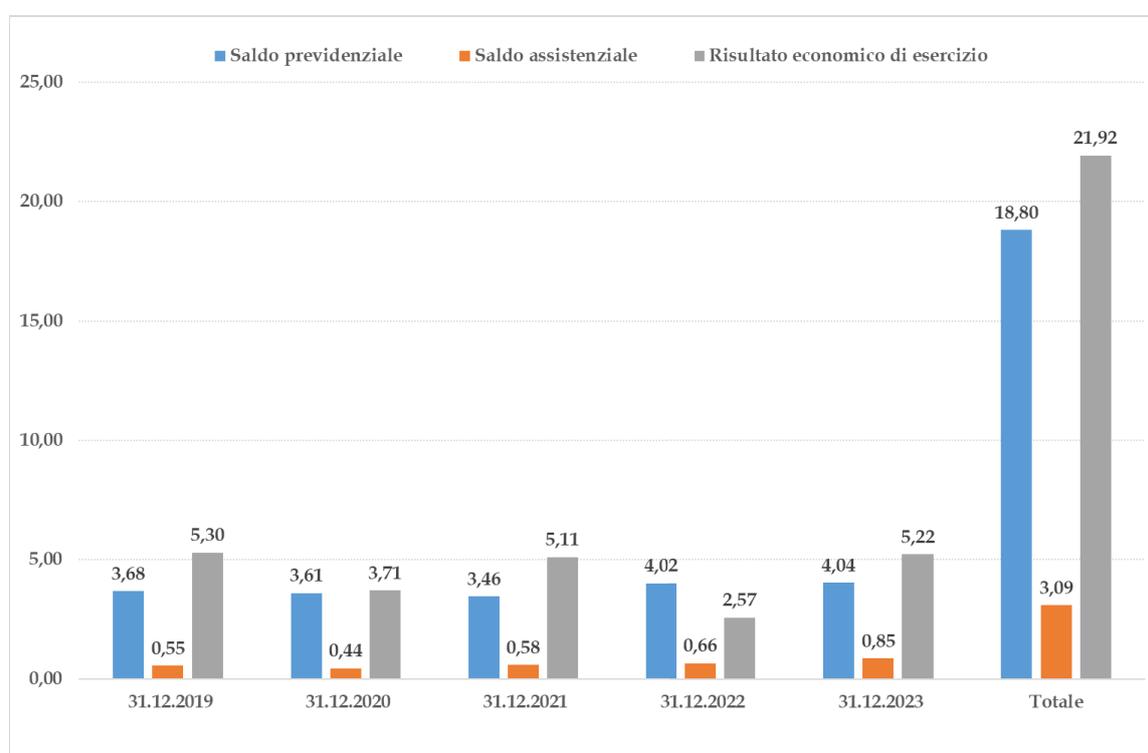


Il grafico seguente riporta, infine, l'andamento nel periodo 2019-2023 dell'andamento del risultato economico di esercizio, del saldo previdenziale (differenza tra entrate contributive

<sup>26</sup> Per ROE si intende il rapporto tra il Risultato economico di esercizio e il Patrimonio netto.

previdenziali e uscite per pensioni) e del saldo assistenziale (differenza tra contributi assistenziali e prestazioni assistenziali) di tutte le gestioni. Nel periodo considerato emerge che la sommatoria dei saldi previdenziali e assistenziali<sup>27</sup> (pari a 21,89 miliardi di euro) è prossima alla sommatoria dei risultati di esercizio (pari a 21,92 miliardi di euro).

Ragionando a livello di sistema Casse, tale dato sembrerebbe evidenziare che la redditività del patrimonio accumulato<sup>28</sup> dalle Casse venga sostanzialmente assorbita dai costi necessari al funzionamento delle stesse Casse (personale, strutture, organi di vertice, *advisor*, intermediari, attività di *marketing*/comunicazione, spese di funzionamento, ecc.).



Si rinvia all'Appendice 2 per le tabelle di sintesi sull'andamento delle principali informazioni contabili a livello di singola Cassa.

## 2.2.2 CREDITI CONTRIBUTIVI E FONDO SVALUTAZIONE CREDITI CONTRIBUTIVI

<sup>27</sup> Si rinvia al paragrafo 2.2.4 per ulteriori approfondimenti.

<sup>28</sup> Come rilevato in merito alla redditività degli investimenti, particolare importanza rivestono le efficaci e consapevoli scelte di investimento nonché adeguati sistemi di *corporate governance*. Alla fine del 2023, in base ai dati dei bilanci consuntivi, il portafoglio finanziario e le attività reali delle Casse ammontano a 96,82 miliardi di euro (per approfondimenti cfr. successivo paragrafo 2.4).

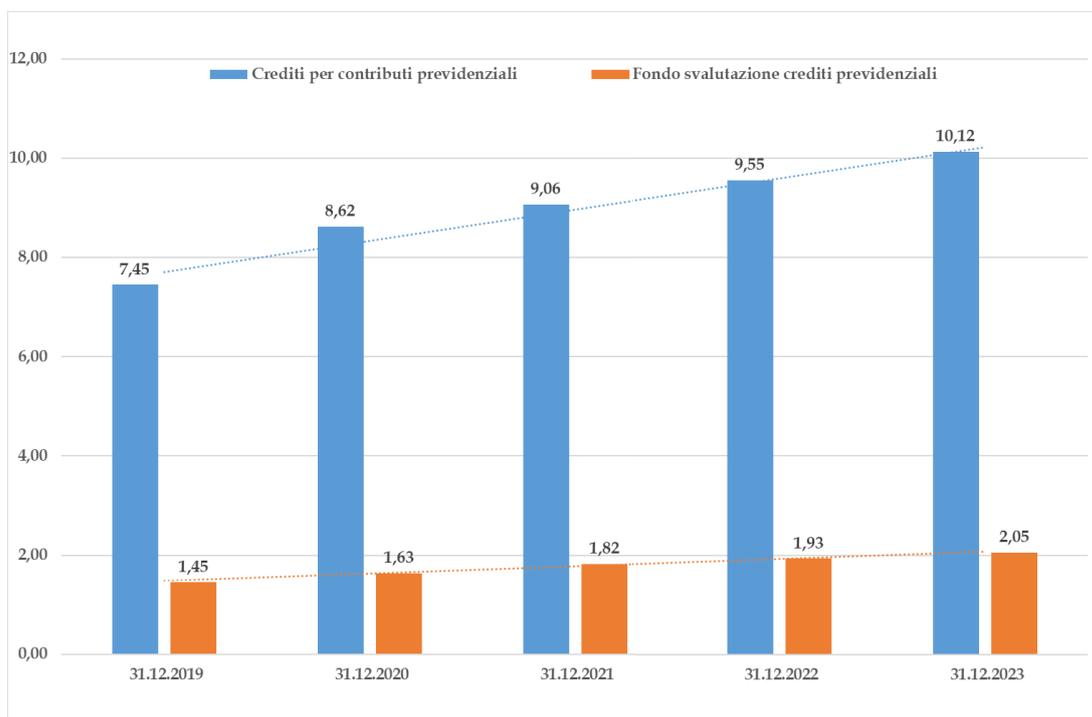
Dalle analisi delle informazioni contabili è emerso che le Casse registrano crediti contributivi verso gli iscritti per importi significativi. In particolare, nel periodo considerato (4 anni):

- i crediti previdenziali sono aumentati del 35,91 per cento (+2,67 miliardi di euro, passando da 7,45 miliardi di euro al 31/12/2019 a 10,12 miliardi di euro al 31/12/2023);
- il fondo svalutazione crediti previdenziali - aumentato del 40,95 per cento - è passato dal valore complessivo di 1,45 miliardi di euro al 31/12/2019 al valore di 2,05 miliardi di euro al 31/12/2023;
- i crediti per contributi previdenziali al netto del Fondo svalutazione crediti previdenziali sono, pertanto, aumentati del 34,69 per cento (+2,08 miliardi di euro, passando da 5,99 miliardi di euro al 31/12/2019 a 8,07 miliardi di euro al 31/12/2023).

Le movimentazioni relative ai crediti previdenziali sono rappresentate nella tabella seguente.

<i>€/miliardi</i>	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Crediti per contributi previdenziali	7,45	8,62	9,06	9,55	10,12
Fondo svalutazione crediti previdenziali	1,45	1,63	1,82	1,93	2,05
Crediti per contributi previdenziali (al netto del Fondo svalutazione crediti previdenziali)	5,99	6,99	7,24	7,62	8,07
Totale attivo	87,16	91,53	97,11	100,71	107,04
<b>Rapporto (Crediti per contributi previdenziali al netto del Fondo/Totale attivo)</b>	<b>6,88%</b>	<b>7,64%</b>	<b>7,46%</b>	<b>7,57%</b>	<b>7,54%</b>

Dall'analisi della tabella precedente emerge che nel periodo considerato 2019-2023 il rapporto fra l'ammontare dei crediti contributivi al netto del fondo svalutazione e il Totale attivo è peggiorato, passando dal 6,88 per cento al 31/12/2019 al 7,54 per cento al 31/12/2023. Nel grafico seguente si riporta l'andamento dei crediti previdenziali e del relativo fondo svalutazione crediti previdenziali.



La tabella seguente riporta l'analisi per quartile<sup>29</sup> dei crediti contributivi al netto del fondo svalutazione. Dall'analisi della stessa (primo quartile) emerge che solamente due gestioni non hanno crediti contributivi verso gli iscritti. Dall'analisi dei restanti quartili emerge che nel periodo considerato 14 gestioni hanno registrato crediti contributivi al netto del fondo svalutazione per un importo inferiore a circa 350 milioni di euro (pari complessivamente a 1,26 miliardi di euro e al 15,64 per cento del totale dei crediti previdenziali pari a 8,07 miliardi di euro). Le restanti 6 gestioni hanno registrato crediti contributivi al netto del fondo svalutazione per un importo superiore a circa 395 milioni di euro (pari complessivamente a 6,81 miliardi di euro e al 84,36 per cento del totale dei crediti previdenziali). In 6 gestioni si concentra, pertanto, l'85 per cento circa dei crediti contributivi e si registrano crediti per contributi previdenziali (al netto del fondo svalutazione crediti previdenziali) per importi compresi fra 0,4 miliardi di euro e 2,4 miliardi di euro.

31.12.2023	Crediti contributivi al netto del Fondo svalutazione (€)	Frequenza	Frequenza cumulata	%
Valore minimo	0	2	2	9%

<sup>29</sup> Valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo.

Primo quartile (25° percentile)	35.243.253	4	6	27%
Valore mediano (50° percentile)	85.957.802	5	11	50%
Terzo quartile (75° percentile)	383.304.545	5	16	73%
Valore massimo	2.398.273.135	6	22	100%

L'indagine ha anche evidenziato che una Cassa contabilizza il Fondo svalutazione crediti contributivi tra le passività dello Stato patrimoniale esponendo, pertanto, i crediti contributivi nell'attivo di bilancio al lordo del relativo fondo svalutazione crediti. Medesimo trattamento contabile viene utilizzato dalla stessa Cassa anche con riferimento ai fondi ammortamento delle immobilizzazioni immateriali e materiali, che vengono anch'essi esposti tra le passività (le immobilizzazioni sono iscritte nell'attivo al lordo degli ammortamenti).

Sugli aspetti contabili, un controllo esterno al quale sono sottoposti gli enti previdenziali privati è quello svolto dalle società di revisione, le quali certificano la corretta redazione delle scritture contabili di rendicontazione (art. 2, comma 3, del d.lgs. n. 509/1994). Tale norma trova fondamento nell'esigenza di trasparenza e sana e corretta gestione del bilancio.

Essa, tuttavia, rappresentando una norma speciale applicabile agli enti di previdenza, fa sì che per gli stessi non trovino applicazione le più stringenti disposizioni previste dal d.lgs. n. 39/2010 in materia di "revisione legale"<sup>30</sup>.

<sup>30</sup> Con il d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 39 si è recepita la direttiva comunitaria 2006/43/CE concernente la revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati rivisitando gli obblighi posti a carico dell'organo di controllo nei soggetti societari obbligati alla tenuta della contabilità economico-patrimoniale. In particolare, tale decreto legislativo - allineando agli *standard* europei la normativa nazionale sullo svolgimento dei controlli contabili societari - ha introdotto modifiche sostanziali alle regole sulla "revisione contabile", abrogando alcuni articoli del codice civile ed altre norme contenute in leggi speciali e prevedendo l'istituzione di un Registro unico dei revisori legali, che accorpa l'ex registro tenuto presso il CNDCEC e l'ex albo speciale delle società di revisione tenuto dalla CONSOB. Sotto un profilo più generale, il decreto legislativo n. 39/2010 si propone di incrementare la qualità e l'efficacia del controllo legale dei conti, attraverso la previsione di più elevati *standard* professionali per l'esercizio della revisione legale, del costante aggiornamento delle competenze mediante la formazione continua e del controllo di qualità. In questa prospettiva, viene affidata alla CONSOB la vigilanza sull'organizzazione e sull'attività dei revisori legali e delle società di revisione legale che hanno incarichi di revisione legale su enti di interesse pubblico o su enti sottoposti a regime intermedio.

Al riguardo, appare opportuno evidenziare che, in relazione all'attività di revisione, il decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 117, all'art. 31 ha introdotto la revisione legale dei conti per le associazioni e le fondazioni del Terzo settore<sup>31</sup>. Organizzazioni, quest'ultime, che hanno una rilevanza sistemica (in termini di dimensione, impatti sull'economia italiana, complessità e interconnessione con il sistema finanziario) decisamente minore rispetto alle Casse previdenziali.

All'interno del processo di revisione particolare importanza assumono le fasi di identificazione e valutazione dei rischi di errori significativi (cd. "Risk Assessment").

Le procedure e le modalità per la definizione della soglia di significatività nell'ambito dell'attività di revisione contabile sono disciplinate dal Principio di Revisione Internazionale ISA Italia 320 - "Significatività nella pianificazione e nello svolgimento della revisione contabile". Questo principio stabilisce le responsabilità del revisore nell'applicare il concetto di significatività durante la pianificazione e l'esecuzione della revisione del bilancio.

Come previsto dall'ISA Italia 200 "Obiettivi generali del revisore indipendente e svolgimento della revisione contabile in conformità ai principi di revisione internazionali", uno degli obiettivi generali del revisore è quello di acquisire una ragionevole sicurezza che il bilancio nel suo complesso non contenga errori significativi, dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali, che consenta quindi al revisore di esprimere un giudizio se il bilancio stesso sia redatto, in tutti gli aspetti significativi, in conformità al quadro normativo sull'informazione finanziaria applicabile.

Il rischio di revisione dipende dai rischi di errori significativi e dal rischio di individuazione. Pertanto, la determinazione della significatività implica l'esercizio del giudizio professionale ed incide in maniera significativa sulla pianificazione delle procedure di revisione e sull'espressione del giudizio sul bilancio.

Dalle analisi condotte è emersa una significativa eterogeneità delle procedure e delle modalità utilizzate dai revisori per determinare la soglia di significatività. Alcuni revisori utilizzano voci dello Stato patrimoniale (ad esempio, il Totale attivo); altri, invece, utilizzano voci del Conto economico (ad esempio, i Ricavi). A tali voci inoltre essi applicano percentuali differenti (1 per cento, 2 per cento, 3 per cento, in alcuni casi anche il 5 per cento).

---

<sup>31</sup> L'art. 31 del decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 117, prevede che: "1. Salvo quanto previsto dall'articolo 30, comma 6, le associazioni, riconosciute o non riconosciute, e le fondazioni del Terzo settore devono nominare un revisore legale dei conti o una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro quando superino per due esercizi consecutivi due dei seguenti limiti: a) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 1.500.000 euro; b) ricavi, rendite, proventi, entrate comunque denominate: 3 milioni di euro; c) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 20 unità. 2. L'obbligo di cui al comma 1 cessa se, per due esercizi consecutivi, i predetti limiti non vengono superati. 3. La nomina è altresì obbligatoria quando siano stati costituiti patrimoni destinati ai sensi dell'articolo 10".

In conclusione sul punto, l'andamento della voce contabile crediti contributivi solleva profili di criticità circa il rispetto delle previsioni di cui agli articoli 2423<sup>32</sup> e seguenti del codice civile<sup>33</sup>, con particolare riferimento all'appropriatezza dei principi contabili utilizzati, alla ragionevolezza delle stime contabili effettuate dagli amministratori, inclusa la relativa informativa, nonché in riferimento al processo di svalutazione graduale degli stessi crediti, all'adeguatezza del fondo svalutazione crediti e all'attività di recupero<sup>34</sup> crediti contributivi.

Dalle indagini svolte sono poi emersi casi di bilancio di esercizio redatti nel presupposto della continuità aziendale, pur in presenza di proiezioni negative del Bilancio tecnico circa l'andamento della Riserva legale minima nonché del rapporto iscritti/pensionati (inferiore ad 1 nel giro di 6/7 anni). Sono emersi anche casi di società partecipate al 100 per cento che restano iscritte in bilancio al medesimo valore contabile pur in presenza di risultati gestionali negativi e non ancora operative verso terzi dopo 5 anni dalla costituzione. Per tali fattispecie sia il Collegio sindacale<sup>35</sup> sia i revisori contabili non hanno espresso rilievi/richiami di informativa.

Con specifico riferimento all'esigenza di rafforzare gli strumenti di riscossione dei crediti contributivi (contrasto all'omissione contributiva) le Casse hanno auspicato che gli avvisi di pagamento dei contributi possano avere valore di titolo esecutivo, in analogia agli avvisi emessi dall'INPS<sup>36</sup>.

---

<sup>32</sup> L'art. 2423 del codice civile prevede che *“Gli amministratori devono redigere il bilancio di esercizio, costituito dallo stato patrimoniale [2424], dal conto economico [2425], dal rendiconto finanziario e dalla nota integrativa [2427]. Il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio. Se le informazioni richieste da specifiche disposizioni di legge non sono sufficienti a dare una rappresentazione veritiera e corretta, si devono fornire le informazioni complementari necessarie allo scopo [omissis]”*.

<sup>33</sup> L'art. 2423-ter del codice civile prevede che *“[omissis] Devono essere aggiunte altre voci qualora il loro contenuto non sia compreso in alcuna di quelle previste dagli articoli 2424 e 2425. Le voci precedute da numeri arabi devono essere adattate quando lo esige la natura dell'attività esercitata [omissis]”*.

<sup>34</sup> In materia di spese legali, si segnala che particolare attenzione merita la voce contabile *“fondi rischi rispetto ai procedimenti legali”*. In alcune Casse tale posta contabile assume valori non ragionevoli rispetto al *petitum* e/o alla concreta possibilità di recuperare le spese sostenute nei giudizi avviati/in corso di svolgimento (antieconomicità del giudizio promosso).

<sup>35</sup> Si segnala che il d.lgs. n. 509/1994, all'art. 3, comma 1, prevede che *“La vigilanza sulle associazioni o fondazioni di cui all'art. 1 è esercitata dal Ministero del lavoro e della previdenza sociale, dal Ministero del tesoro, nonché dagli altri Ministeri rispettivamente competenti ad esercitare la vigilanza per gli enti trasformati ai sensi dell'art. 1, comma 1. Nei collegi dei sindaci deve essere assicurata la presenza di rappresentanti delle predette Amministrazioni”*. Tale norma potrebbe produrre possibili conflitti di interesse in capo al personale dei Ministeri vigilanti (dualità di ruoli in capo allo stesso soggetto).

<sup>36</sup> Con riferimento all'INPS, si segnala che l'art. 13 della legge 23 dicembre 1998, n. 448, ha introdotto una specifica disciplina sulla cessione e cartolarizzazione dei crediti contributivi vantati dall'Istituto, anche al fine di renderne più celere la riscossione.

L'irregolarità contributiva - oltre ad impattare sulla redditività del patrimonio degli enti (essendo crediti non possono essere investiti) - determina poi ulteriori conseguenze al momento del pensionamento degli iscritti, rispetto al pagamento di sanzioni, interessi e alle azioni di recupero del credito. Diversi regolamenti in materia di previdenza prevedono, infatti, il diniego della pensione nell'ipotesi di mancato integrale versamento della contribuzione. Ciò pone significativi profili di attenzione non solo sull'adeguatezza ma sulla stessa esistenza del trattamento previdenziale.

### 2.2.3 SALDI PREVIDENZIALI E PLATEE DI RIFERIMENTO

Nel periodo 2019-2023 le entrate previdenziali - derivanti dai regimi contributivi<sup>37</sup> definiti dalle singole Casse - sono aumentate del 24,43 per cento (passando da 9,99 miliardi di euro del 2019 a 12,43 miliardi di euro del 2023). Nel medesimo periodo le spese previdenziali - prestazioni ccdd. "IVS" (Vecchiaia/Anzianità, Superstiti/Indirette e Invalidità/Inabilità) - sono aumentate del 33,05 per cento (passando da 6,31 miliardi di euro del 2019 a 8,39 miliardi di euro del 2023). A livello aggregato il saldo previdenziale (differenza tra entrate per contributi previdenziali e uscite per prestazioni erogate) è aumentato del 9,65 per cento, passando da 3,68 miliardi di euro al 2019 a 4,04 miliardi di euro al 2023<sup>38</sup>.

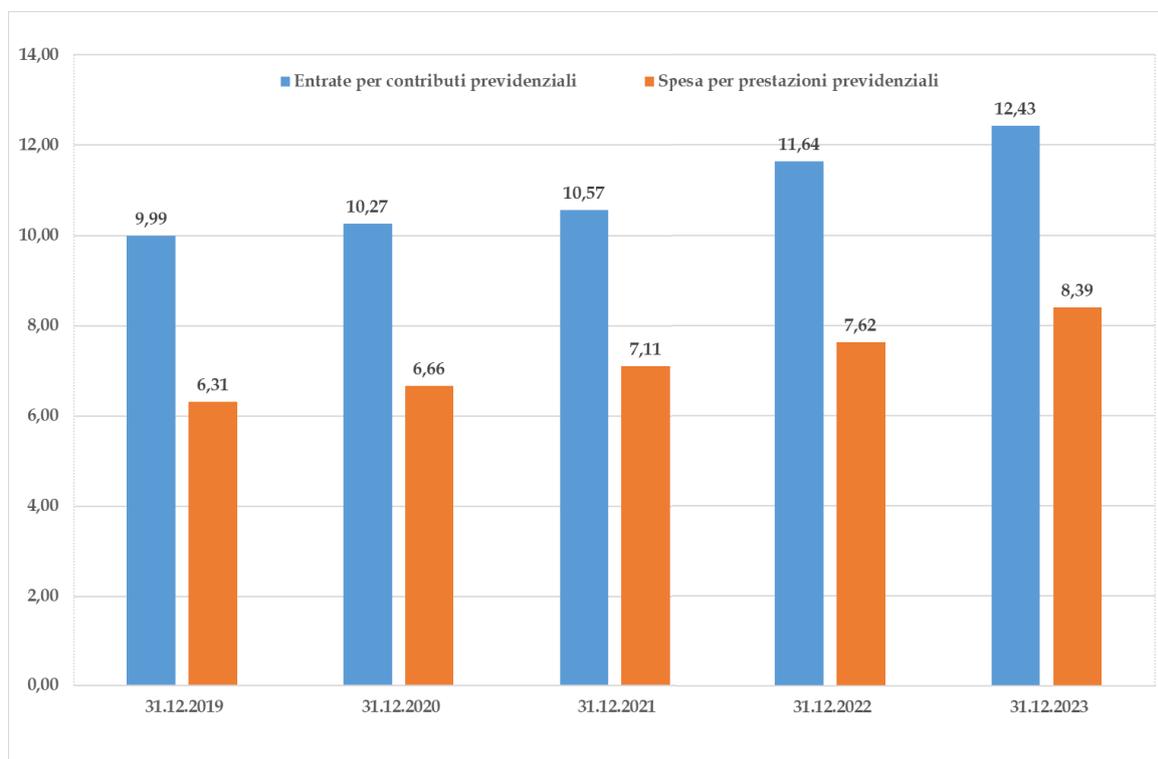
Si fa presente che le Casse possono stabilire nel loro Statuto che una parte della contribuzione integrativa sia utilizzata per finalità previdenziali nonché assistenziali.

Si riporta di seguito un grafico sull'andamento delle entrate e uscite di natura previdenziale.

---

<sup>37</sup> Come già detto, le Casse sono enti di natura privata (e per questo dotati di autonomia gestionale) che svolgono una funzione strettamente correlata all'interesse pubblico (ovvero la gestione del primo pilastro previdenziale per circa 1,7 milioni di professionisti iscritti) in ragione della quale beneficiano di contributi obbligatori previsti da disposizioni di legge e sono soggette a un complesso sistema di vigilanza.

<sup>38</sup> La presente analisi non considera ONAOSI in quanto la Fondazione eroga esclusivamente prestazioni di carattere temporaneo ed assistenziale (non hanno natura previdenziale/pensionistica).



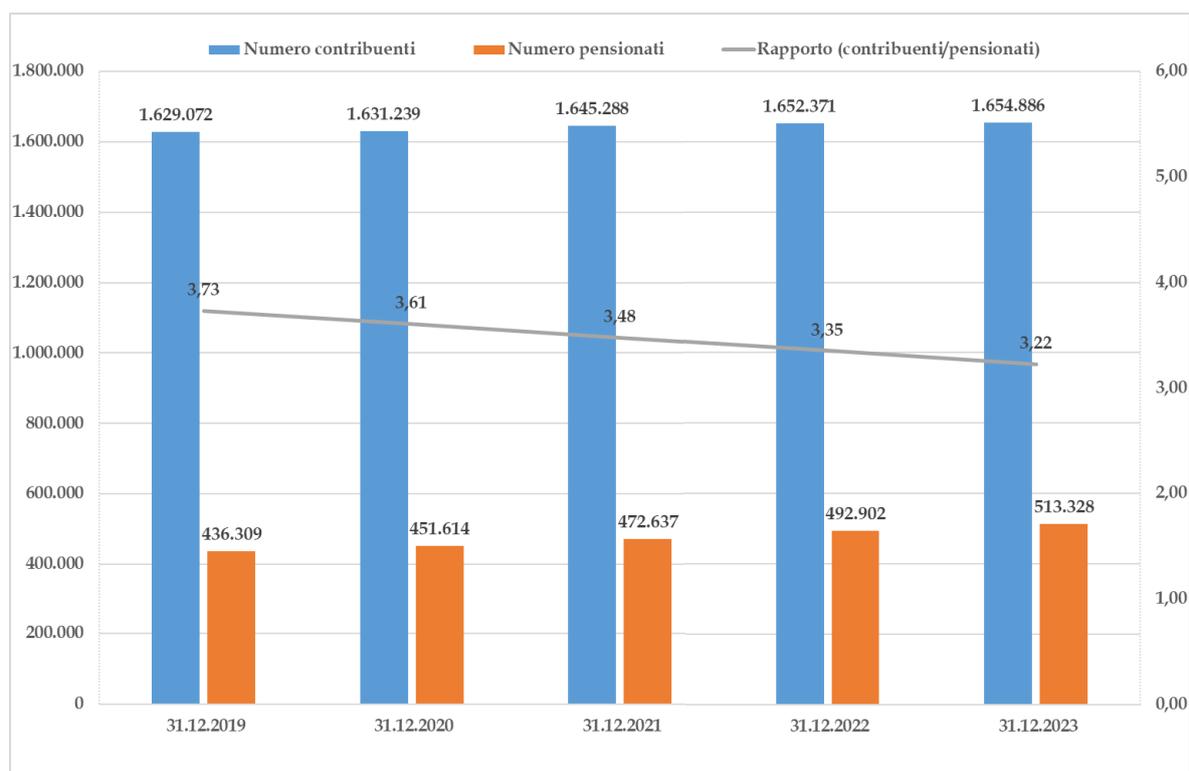
La tabella seguente riporta l'analisi per quartile<sup>39</sup> del saldo previdenziale medio a livello di singola Cassa nel periodo 2019-2023. Dall'analisi della stessa emerge che 11 Casse hanno un saldo medio previdenziale inferiore a 70 milioni di euro. In un sistema a ripartizione, la presenza di saldi previdenziali decrescenti potrebbe segnalare possibili profili di attenzione soprattutto in presenza di platee di iscritti con età avanzata (prossimi pensionati), di riduzione/assenza di nuovi iscritti e flessibilità/precarizzazione del mondo del lavoro (minore entità delle retribuzioni).

31.12.2019 - 31.12.2023	Saldo medio previdenziale <sup>40</sup>	Frequenza	Frequenza cumulata
Valore minimo	3.288.531	1	1
Primo quartile (25° percentile)	34.585.533	5	6
Valore mediano (50° percentile)	69.860.654	5	11
Terzo quartile (75° percentile)	109.406.460	5	16
Valore massimo	897.935.572	5	21

<sup>39</sup> Valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo.

<sup>40</sup> Per entrate contributive si considerano soltanto i contributi IVS e non anche l'eventuale quota di contributo integrativo utilizzato per finalità previdenziali.

Nel periodo 2019-2023 il numero dei contribuenti è aumentato dell'1,58 per cento (passando da 1.629.072 a 1.654.886<sup>41</sup> iscritti). Nel medesimo periodo il numero dei pensionati è aumentato del 17,65 per cento (passando da 436.309 a 513.328). Il rapporto attivi/pensionati diminuisce, pertanto, dal 3,73 per cento del 2019 al 3,22 per cento del 2023. Si riporta di seguito un grafico di sintesi sul *trend* degli iscritti e dei pensionati.



Passando all'analisi di genere emerge che gli uomini rappresentano circa il 59 per cento delle platee dei contribuenti e dei pensionati. Le donne rappresentano il restante 41 per cento circa di entrambi le platee.

Si osserva al riguardo un incremento nel periodo 2019-2023 della proporzione di contribuente donne (più 2 per cento circa), cui si accompagna, tuttavia, un decremento di quella di pensionate donne (meno 1 per cento circa).

	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Numero contribuenti	1.629.072	1.631.239	1.645.288	1.652.371	1.654.886

<sup>41</sup> Nelle analisi svolte i soggetti che percepiscono più prestazioni pensionistiche da parte della stessa Cassa vengono conteggiati una sola volta.

	<i>di cui: uomo</i>	60,32%	59,70%	59,30%	58,78%	58,30%
	<i>di cui: donna</i>	39,68%	40,30%	40,70%	41,22%	41,70%
Numero pensionati		436.309	451.614	472.637	492.902	513.328
	<i>di cui: uomo</i>	60,43%	60,74%	60,87%	61,10%	61,16%
	<i>di cui: donna</i>	39,57%	39,26%	39,13%	38,90%	38,84%

#### 2.2.4 SALDI ASSISTENZIALI E PLATEE DI RIFERIMENTO

Negli ultimi anni, all'interno della propria autonomia e propria capacità di auto-regolamentazione, particolare attenzione è stata riservata dalle Casse alle misure di *welfare*.

Il calo della natalità e l'“inverno demografico”, la trasformazione digitale e con essa la maggiore flessibilità/precarizzazione del mondo del lavoro (minore entità della retribuzione) se, da un lato, confermano la funzione fondamentale delle prestazioni previdenziali erogate dagli Enti, dall'altro, mostrano la necessità per gli iscritti, nel corso dell'intero arco di vita lavorativo, di misure di carattere assistenziale, e più in generale delle varie forme di *welfare*, per far fronte alle crisi economiche, alla discontinuità dei redditi, al mercato del lavoro sempre più globalizzato, ad eventi straordinari come, ad esempio, l'emergenza da COVID-19, ecc.

In tale ambito, particolare attenzione meritano le politiche di *welfare*, quali l'indennità di maternità, il congedo parentale, l'assegno per il nucleo familiare, le indennità giornaliera di malattia, di degenza ospedaliera e di disoccupazione, le polizze sanitarie ed altre, le cui prestazioni vengono erogate dai diversi Enti.

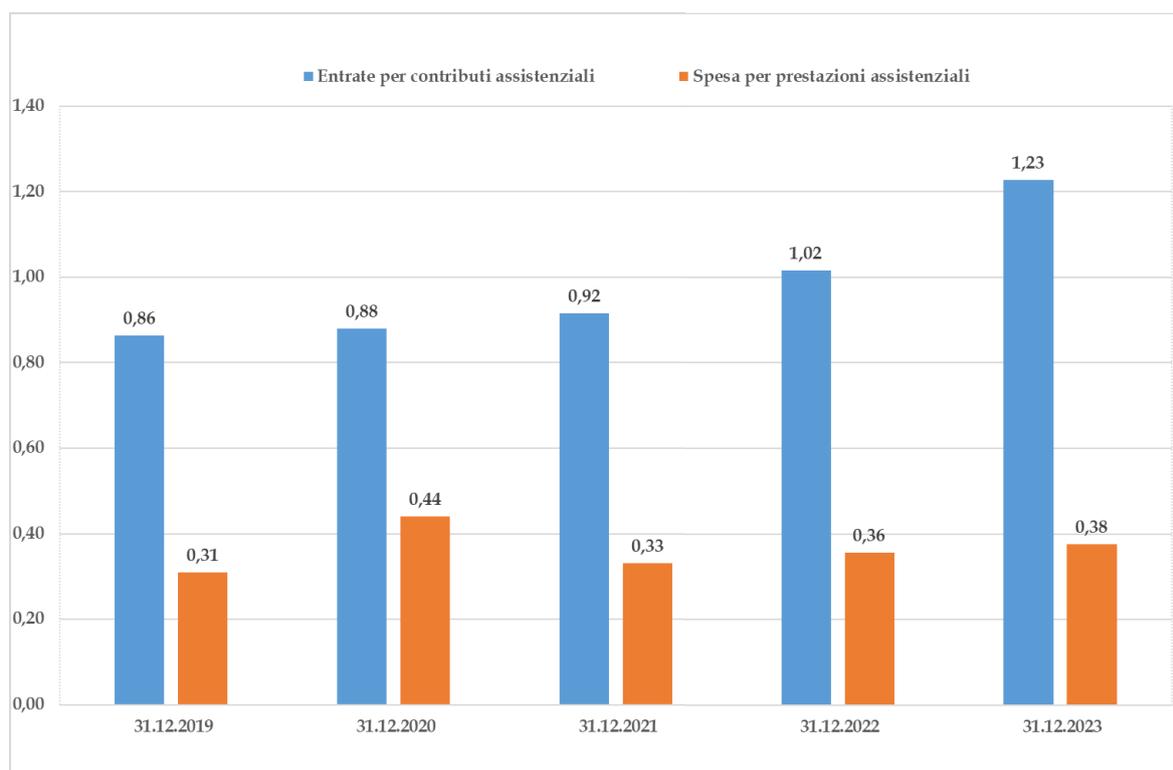
Nel periodo 2019-2023 le entrate assistenziali<sup>42</sup> - derivanti dai regimi contributivi<sup>43</sup> definiti dalle singole Casse - sono aumentate del 42,29 per cento (passando da 0,86 miliardi di euro del 2019 a 1,23 miliardi di euro del 2023). Nel medesimo periodo le spese assistenziali sono aumentate del 21,40 per cento (passando da 0,31 miliardi di euro del 2019 a 0,38 miliardi di euro del 2023).

<sup>42</sup> Per entrate per contributi assistenziali si intendono le contribuzioni finalizzate a garantire esclusivamente le prestazioni assistenziali (destinazione specifica). A titolo esemplificativo, rientrano in tale forma di contribuzione i contributi di maternità/paternità, i contributi per assistenza sanitaria integrativa, per *Long Term Care* (LTC) e altre coperture assicurative, i contributi per l'indennità di malattia/infortunio, ecc. In sintesi, le prestazioni assistenziali corrispondono alle prestazioni erogate nel corso della vita lavorativa a sostegno della professione, della salute e della famiglia (ossia tutte le prestazioni erogate nel corso della vita lavorativa, al netto delle prestazioni ccdd. “IVS”).

<sup>43</sup> Le prestazioni di natura assistenziale sono finanziate attraverso un sistema misto che generalmente prevede: i) contributi integrativi; ii) una quota parte della contribuzione previdenziale (in percentuale delle entrate contributive di ciascun esercizio finanziario ed entro limiti di limiti di stanziamento/finanziamento); iii) contributi di maternità.

A livello aggregato il saldo assistenziale (differenza tra entrate per contributi assistenziali e uscite per prestazioni erogate) è aumentato del 53,96 per cento, passando da 0,55 miliardi di euro al 2019 a 0,85 miliardi di euro al 2023<sup>44</sup>. Sempre a livello aggregato, nel periodo 2019-2023, il saldo assistenziale è stato sempre positivo e pari mediamente a 0,62 miliardi di euro.

Si riporta di seguito un grafico sull'andamento delle entrate e uscite di natura assistenziale.



Nel periodo 2019-2023 il numero dei contribuenti è aumentato dell'1,08 per cento (passando da 1.399.312 a 1.414.377 iscritti). Nel medesimo periodo il numero dei beneficiari/assistiti è aumentato del 33,74 per cento (passando da 757.926 a 1.013.651 beneficiari/assistiti<sup>45</sup>). Nel periodo considerato il rapporto beneficiari/contribuenti, sebbene assuma un valore medio pari al 73 per cento, si caratterizza per un andamento irregolare, a testimonianza, ad esempio, dell'incremento del numero dei beneficiari/assistiti

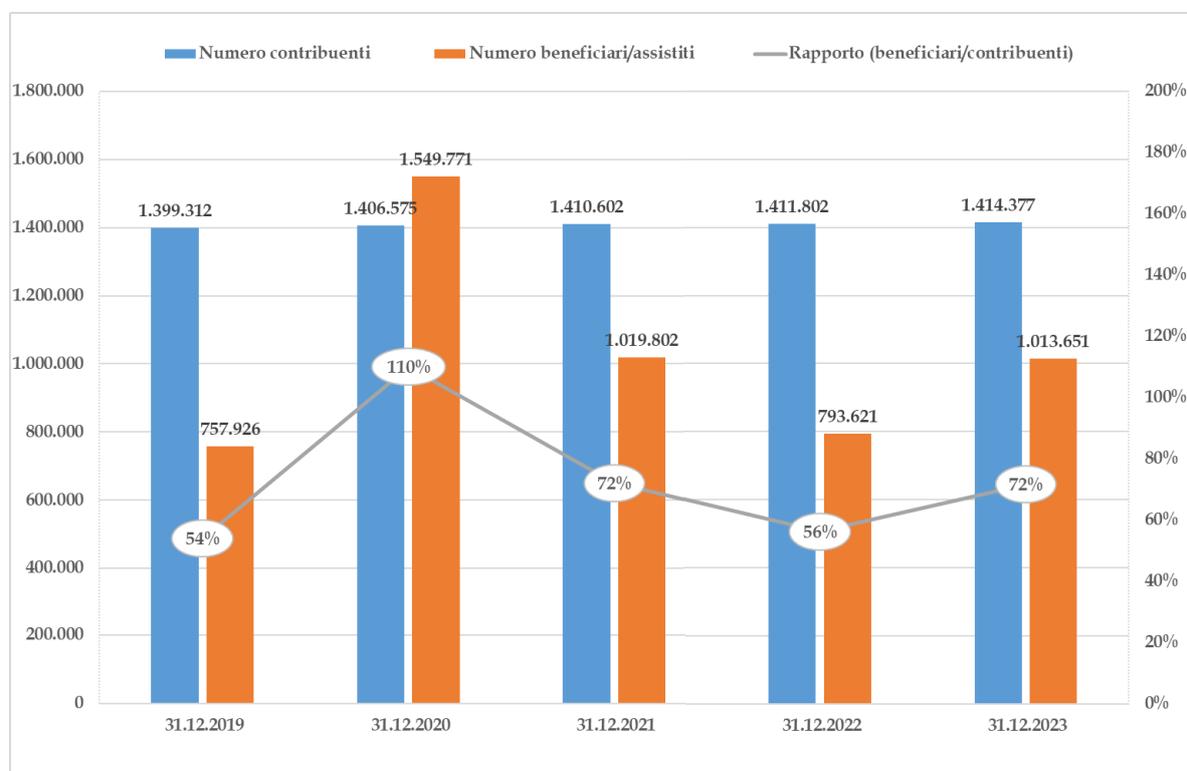
<sup>44</sup> La presente analisi non considera FASC e "ENPAIA - Gestione ordinaria e speciale" in quanto tali Fondazioni non erogano prestazioni assistenziali.

<sup>45</sup> Nelle analisi svolte i soggetti che percepiscono più prestazioni pensionistiche da parte della stessa Cassa vengono conteggiati una sola volta.

in occasioni di eventi straordinari (il picco del 2020 è, nello specifico, riconducibile all'incremento del numero dei beneficiari conseguenti all'emergenza COVID-19).

L'indagine ha anche evidenziato che una Cassa, non avendo previsto un contributo assistenziale di scopo, in quanto la spesa assistenziale viene finanziata attraverso una parte del gettito della contribuzione integrativa, non è stata in grado di fornire i dati relativamente alle platee di riferimento.

Si riporta di seguito un grafico di sintesi sul trend degli iscritti e dei beneficiari/assistiti e del relativo rapporto.



Passando all'analisi di genere emerge che il peso percentuale delle donne è pari al 46 per cento e quello degli uomini è pari al 54 per cento. Si riporta di seguito una tabella di sintesi.

	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Numero contribuenti	1.399.312	1.406.575	1.410.602	1.411.802	1.414.377

<i>di cui: uomo</i>	55,60%	55,08%	54,47%	53,90%	53,46%
<i>di cui: donna</i>	44,40%	44,92%	45,53%	46,10%	46,54%
Numero beneficiari/assistiti	757.926	1.549.771	1.019.802	793.621	1.013.651
<i>di cui: uomo</i>	54,03%	53,37%	53,28%	54,00%	53,68%
<i>di cui: donna</i>	45,97%	46,63%	46,72%	46,00%	46,32%

Va peraltro sottolineato che una parte rilevante degli oneri della maternità - che costituisce una delle voci assistenziali di maggior impatto economico - viene trasferita dalle Casse sul Bilancio dello Stato, ai sensi dell'art. 78 del d.lgs. n. 151/2001 (Testo unico delle disposizioni legislative in materia di tutela e sostegno della maternità e della paternità). In particolare, tale norma<sup>46</sup>, prevede un rimborso a carico del bilancio dello Stato per ciascuna prestazione di maternità liquidata dalle Casse. Il rimborso è pari all'importo della prestazione liquidata al beneficiario fino all'importo massimo di € 2.360,66 (valore di riferimento per l'anno 2023).

## 2.3 CORPORATE GOVERNANCE E ADVISOR

### 2.3.1 AREA INVESTIMENTI E FUNZIONI DI CONTROLLO

Dall'analisi della struttura organizzativa, ed in particolar modo degli uffici/strutture che si occupano delle attività di gestione e di controllo degli investimenti emerge che, a livello aggregato, le Casse impiegano in media 11 risorse umane nell'Area Patrimonio (pari al 10 per cento della dotazione complessiva di personale).

In termini di *Asset Under Management* (AUM), dalle analisi svolte - sempre a livello aggregato - emerge che le 11 risorse umane gestiscono/monitorano, a livello di singola risorsa umana, investimenti pari mediamente a circa 0,54 miliardi di euro.

Si riporta di seguito una tabella di sintesi.

<sup>46</sup> L'art. 78 del d.lgs. n. 151/2001 prevede che "1. Con riferimento ai parti, alle adozioni o agli affidamenti intervenuti successivamente al 1° luglio 2000 per i quali è riconosciuta dal vigente ordinamento la tutela previdenziale obbligatoria, il complessivo importo della prestazione dovuta se inferiore a lire 3 milioni, ovvero una quota fino a lire 3 milioni se il predetto complessivo importo risulta pari o superiore a tale valore, è posto a carico del bilancio dello Stato. Conseguentemente, e, quanto agli anni successivi al 2001, subordinatamente all'adozione dei decreti di cui al comma 2 dell'articolo 49 della legge 23 dicembre 1999, n. 488, sono ridotti gli oneri contributivi per maternità, a carico dei datori di lavoro, per 0,20 punti percentuali. 2. Gli oneri contributivi per maternità, a carico dei datori di lavoro del settore dei pubblici servizi di trasporto e nel settore elettrico, sono ridotti dello 0,57 per cento. 3. L'importo della quota di cui al comma 1 è rivalutato al 1° gennaio di ogni anno, sulla base della variazione dell'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati calcolato dall'ISTAT".

Cassa previdenziale	Totale attivo al 31.12.2023 (€/miliardi)	Numero complessivo dipendenti al 31/12/2023	Numero dipendenti dedicati alla gestione e al controllo degli investimenti/disinvestimenti (Personale area patrimonio)	Personale area patrimonio/Personale totale	Totale attivo/Personale area patrimonio (€/miliardi)
Cassa 15	26,12	507	42	8%	0,62
Cassa 7	18,27	266	14	5%	1,31
Cassa 11	14,36	226	19	8%	0,76
Cassa 8	12,35	181	15	8%	0,82
Cassa 19	8,77	381	43	11%	0,20
Cassa 12	3,33	69	6	9%	0,56
Cassa 17	2,84	138	8	6%	0,36
Cassa 18	2,80	70	13	19%	0,22
Cassa 1	2,68	54	1	2%	2,68
Cassa 3	2,52	166	9	5%	0,28
Cassa 16	2,04	31	6	19%	0,34
Cassa 14	1,86	55	9	16%	0,21
Cassa 10	1,71	65	5	8%	0,34
Cassa 22	1,44	50	6	12%	0,24
Cassa 2	1,41	27	2	7%	0,71
Cassa 6	1,24	55	7	13%	0,18
Cassa 5	1,03	29	4	14%	0,26
Cassa 21	1,00	11	3	27%	0,33
Cassa 9	0,88	76	4	5%	0,22
Cassa 20	0,39	183	2	1%	0,19
<b>Media</b>	<b>5,35</b>	<b>132</b>	<b>11</b>	<b>10%</b>	<b>0,54</b>

Di seguito si riporta l'analisi per quartile<sup>47</sup> del numero dei dipendenti dedicati alla gestione e al controllo degli investimenti/disinvestimenti. Dall'analisi della stessa (valore mediano) emerge che 11 Casse hanno un numero di dipendenti uguale o inferiore a 7. Si

<sup>47</sup> Valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo.

registra anche un caso in cui la gestione dell'Area Patrimonio è affidata ad un'unica risorsa umana.

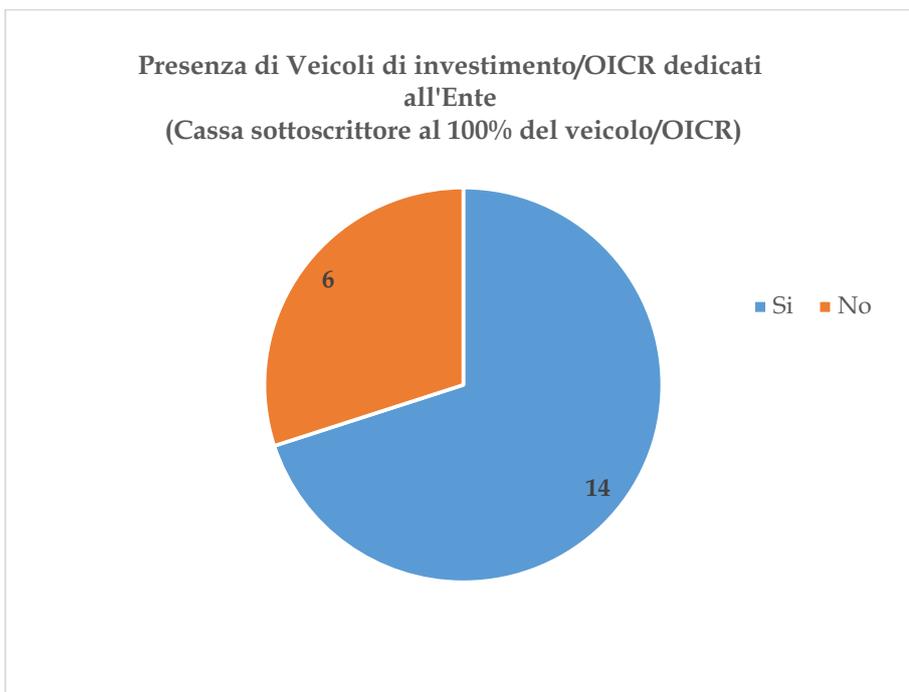
<b>Numero dipendenti dedicati alla gestione e al controllo degli investimenti/disinvestimenti (Personale area patrimonio)</b>	<b>Quartile</b>	<b>Frequenza</b>	<b>Frequenza cumulata</b>	<b>%</b>
Valore minimo	1	1	1	5%
Primo quartile (25° percentile)	4	5	6	30%
Valore mediano (50° percentile)	7	5	11	55%
Terzo quartile (75° percentile)	13	4	15	75%
Valore massimo	43	5	20	100%

Di seguito si riporta l'analisi per quartile<sup>48</sup> del rapporto Totale attivo/Personale area patrimonio (€/miliardi). Dall'analisi della stessa (terzo quartile e valore massimo) emerge che in 8 Casse, a livello di singola risorsa umana, vengono gestiti/monitorati investimenti complessivamente superiori a 0,64 miliardi di euro.

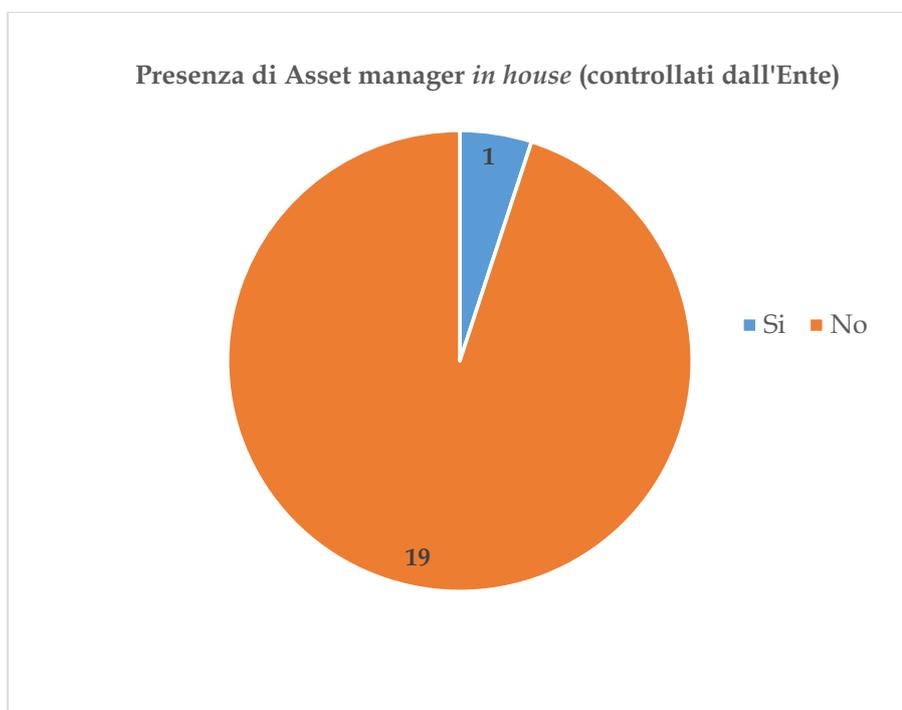
<b>Totale attivo/Personale area patrimonio (€/miliardi)</b>	<b>Quartile</b>	<b>Frequenza</b>	<b>Frequenza cumulata</b>	<b>%</b>
Valore minimo	0,18	1	1	5%
Primo quartile (25° percentile)	0,22	5	6	30%
Valore mediano (50° percentile)	0,34	6	12	60%
Terzo quartile (75° percentile)	0,64	3	15	75%
Valore massimo	2,68	5	20	100%

Dall'indagine è emerso che 14 Casse hanno sottoscritto OICR dedicati alla singola Cassa (sottoscrittore, pertanto, al 100 per cento).

<sup>48</sup> Valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo.



Una Cassa ha acquistato un *asset manager* (controllato al 100 per cento).



L'indagine conferma che la pianificazione, l'allocazione e la gestione delle risorse umane è nella piena responsabilità degli organi di vertice degli Enti gestori.

Analizzando, infine, la composizione degli organi di vertice emerge che tutti i rappresentanti delle Casse appartengono al comparto/area professionale di appartenenza degli Enti.

L'appartenenza degli organi di vertice delle Casse alle specifiche professioni cui sono legati i singoli enti può comportare in determinati casi l'assenza di una formazione professionale specifica nelle materie economiche, statistiche e giuridiche, presupposto necessario per l'efficace espletamento dell'incarico secondo professionalità, competenza e correttezza. Tali segnali di debolezza - nelle Casse di maggiori dimensioni - vengono in parte "bilanciati" dalla presenza di più adeguati assetti organizzativi e procedure.

### 2.3.2 SOGGETTI/ADVISOR CHE INTERVENGONO NEL PROCESSO DECISIONALE DI INVESTIMENTO / CONTROLLO DEL PORTAFOGLIO DEGLI ENTI

Dall'analisi è emerso un significativo coinvolgimento degli *advisor* nel processo decisionale di investimento delle Casse di previdenza. In particolare, nel settore delle Casse di previdenza (pari a 20) operano 51 consulenti. Tale situazione potrebbe giustificarsi con la circostanza che diverse Casse hanno strutture dedicate agli investimenti molto "snelle".

La presente indagine analizza gli incarichi di durata e in corso alla data del 31/12/2023. Dal ciclo delle audizioni è emersa la presenza anche di significativi incarichi *spot*/di natura occasionale. Gli *advisor* intervengono in varie fasi del processo decisionale di investimento, riconducibili sostanzialmente alle seguenti:

- attività di selezione/*due diligence* degli investimenti (*ex ante*);
- attività di ALM<sup>49</sup>/*Asset Allocation Strategica*<sup>50</sup>/*Tattica*<sup>51</sup>;

---

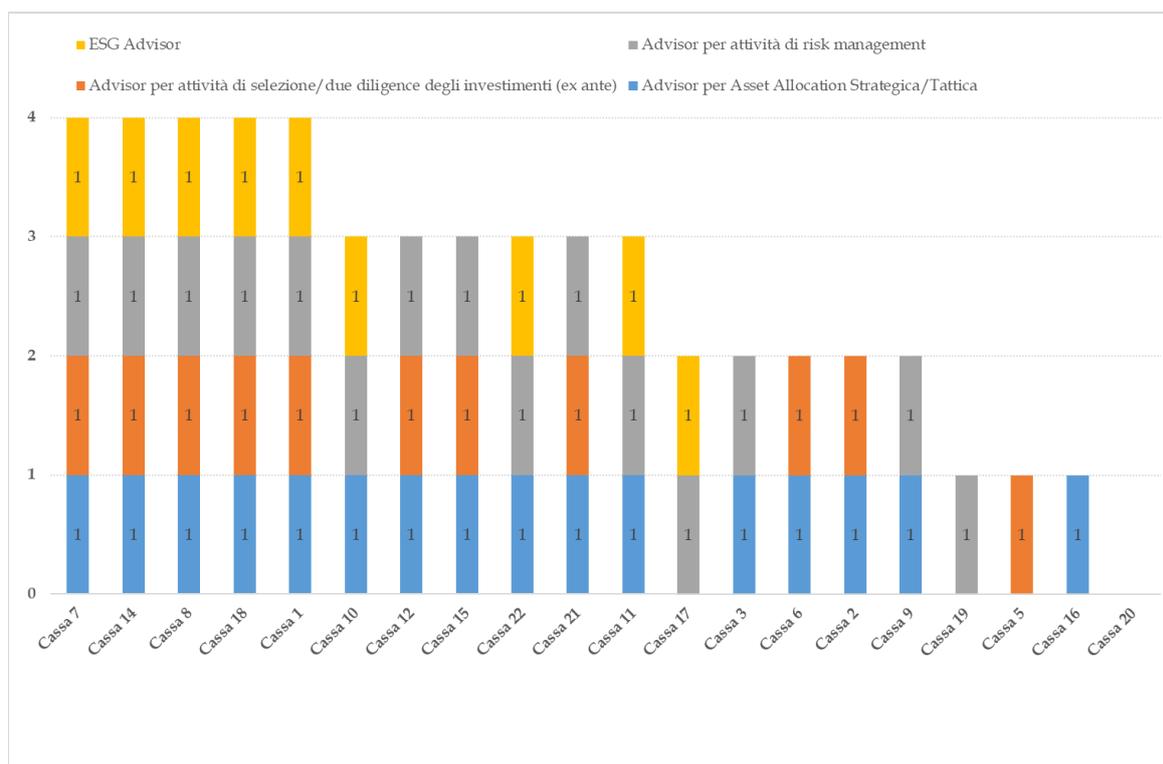
<sup>49</sup> L'*Asset & Liability Management* (anche "ALM") individua su un orizzonte di medio-lungo periodo (tendenzialmente 10 anni), sulla base delle caratteristiche delle passività previdenziali, i possibili investimenti in grado da assicurare la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le passività. Gli investimenti sono "guidati" dalle passività (*Liability Driven Investment* - LDI). La definizione del modello di *Asset & Liability Management* (ALM) si basa sostanzialmente sulle previsioni/proiezioni contenute nel Bilancio Tecnico (monitoraggio della sostenibilità finanziaria di lungo periodo).

<sup>50</sup> L'*Asset Allocation Strategica* (anche "AAS") individua con un orizzonte di medio periodo (generalmente 3 anni) il portafoglio modello attraverso la diversificazione degli investimenti per classi di attività, per tipologia di strumenti, per localizzazione geografica, per settore di attività, per controparti.

<sup>51</sup> L'*Asset Allocation Operativa/Tattica* (anche "AAO/T") è l'implementazione su base annua degli obiettivi/investimenti per *asset class* indicati dall'*Asset Allocation Strategica*.

- attività di *risk management*<sup>52</sup>;
- consulenza su tematiche ESG<sup>53</sup> (*ESG Advisor*).

In 5 Casse si registrano 4 tipologie di *advisor*; in 6 Casse ve ne sono 3; in 5 Casse 2; in 3 Casse uno; una Cassa non ha alcun *advisor*. Si riporta di seguito un grafico di sintesi.



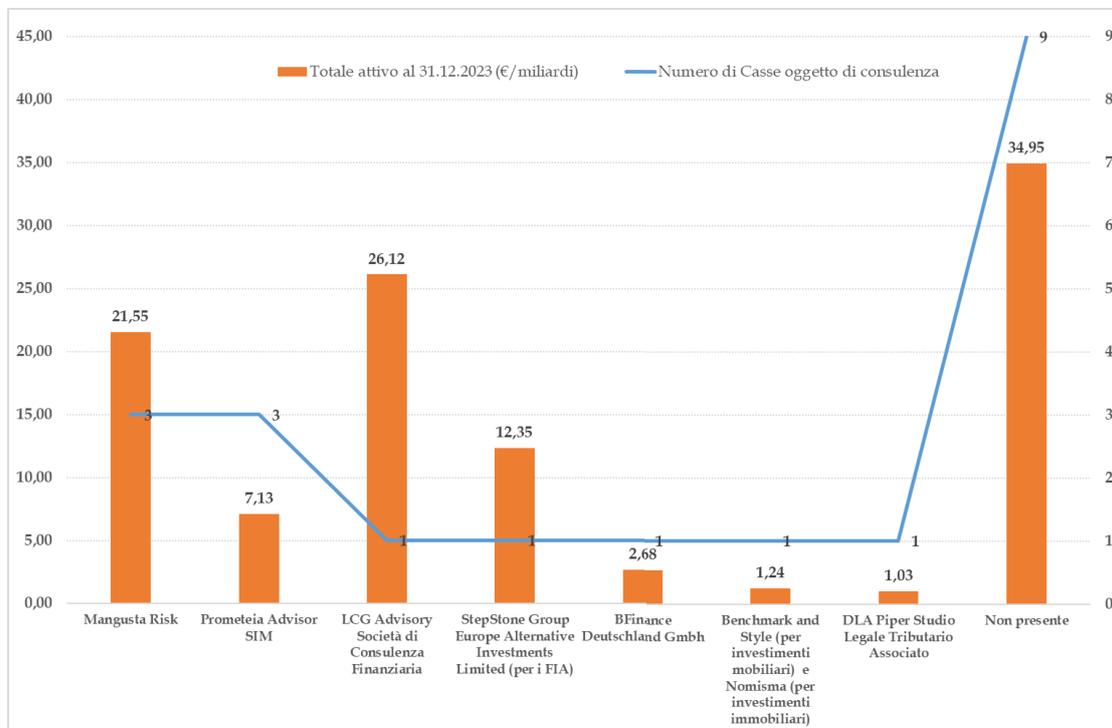
Nei grafici seguenti si riportano le quote di mercato degli *advisor* che intervengono nelle varie fasi del processo decisionale di investimento sia in termini di numero di Casse /incarichi ricevuti sia in termini di dimensione del soggetto committente (somma del Totale attivo delle Casse).

Con riferimento all'attività di selezione/*due diligence* degli investimenti (*ex ante*) emerge che: i) i primi due *advisor* supportano il 30 per cento del totale delle Casse (pari al 27

<sup>52</sup> Il *risk management* è l'insieme di processi/metodologie e strategie di gestione dei rischi attraverso cui un soggetto economico identifica, analizza, quantifica, elimina e/o ottimizza il rapporto fra rischi/rendimenti e monitora i diversi rischi legati alla propria operatività.

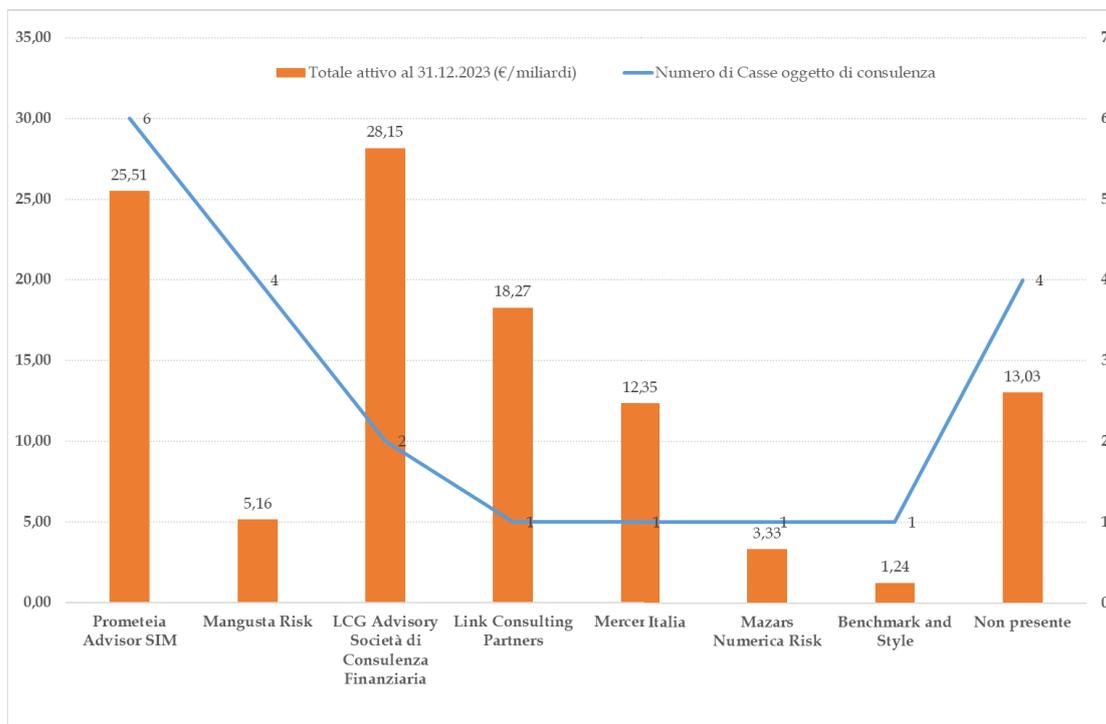
<sup>53</sup> L'acronimo ESG-*Environmental, Social, Governance* (Ambiente, Sociale, Governance) indica le tre aree principali con cui la finanza sostenibile si pone l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale.

per cento in termini di Totale attivo delle Casse); ii) 9 Casse (pari al 45 per cento del totale) non utilizzano *advisor*<sup>54</sup>.

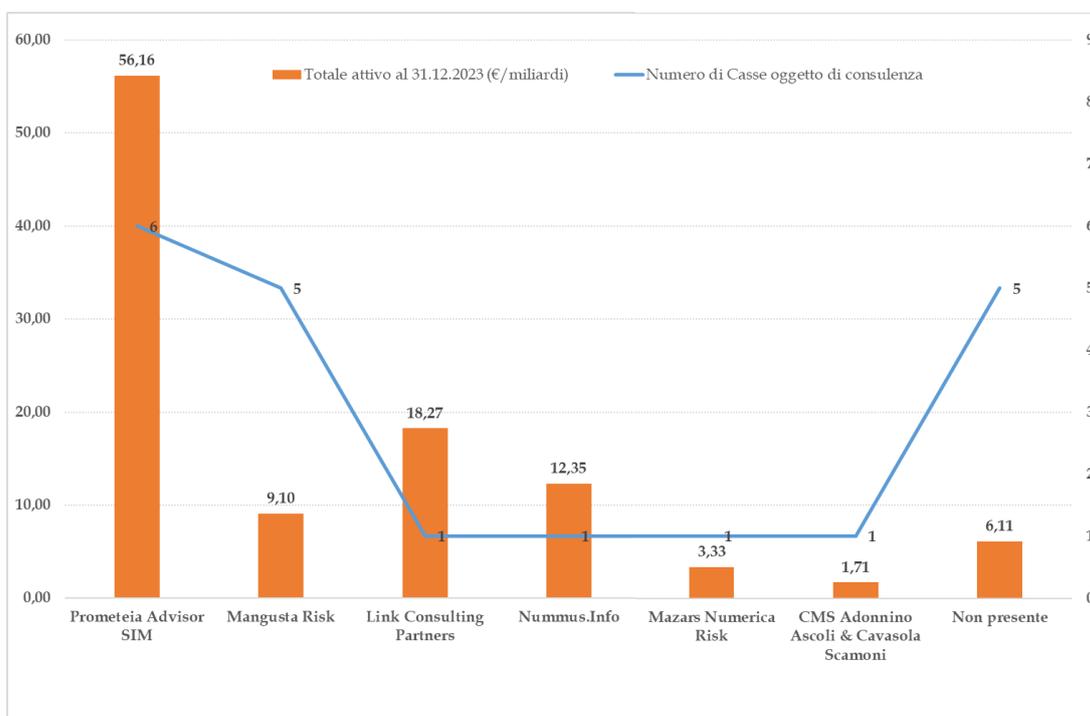


Con riferimento all'attività di ALM/*Asset Allocation* Strategica/*Tattica* emerge che: i) i primi due *advisor* supportano il 50 per cento del totale delle Casse (pari al 29 per cento in termini di Totale attivo delle Casse); ii) 4 Casse (pari al 20 per cento del totale) non utilizzano *advisor*.

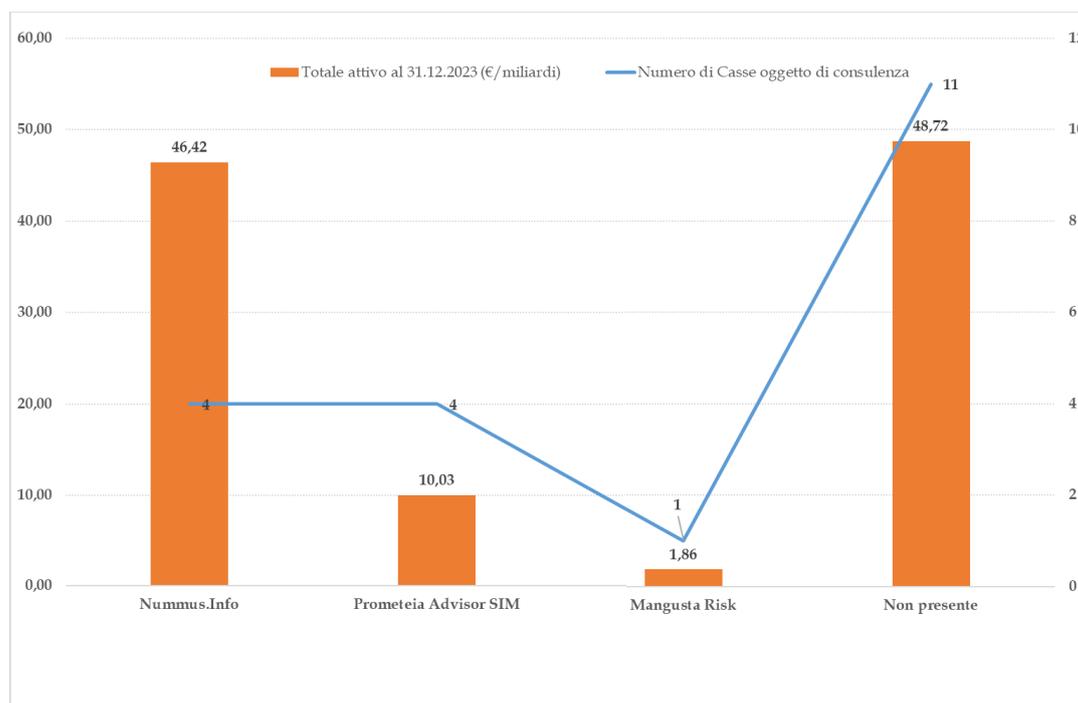
<sup>54</sup> Si ricorda che l'indagine ha considerato esclusivamente gli incarichi di durata.



Con riferimento all'attività di *risk management* emerge che: i) i primi due *advisor* supportano il 55 per cento del totale delle Casse (pari al 61 per cento in termini di Totale attivo delle Casse); ii) 5 Casse (pari al 25 per cento del totale) non utilizzano *advisor*.



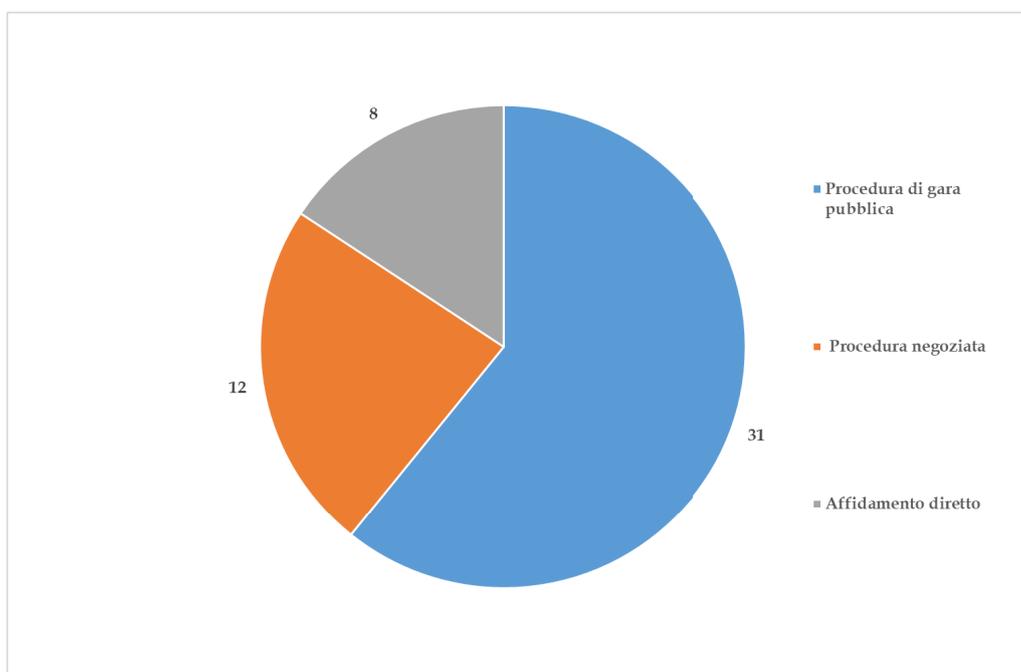
Con riferimento all'attività consulenza su tematiche ESG (ESG Advisor) emerge che: i) i primi due *advisor* supportano il 40 per cento del totale delle Casse (pari al 52 per cento in termini di Totale attivo delle Casse); ii) 11 Casse (pari al 55 per cento del totale) non utilizzano *advisor*.



Gli *advisor* sono selezionati con le seguenti modalità operative: i) procedura di gara pubblica; ii) procedura negoziata; iii) affidamento diretto. Si riporta di seguito una tabella di sintesi.

	Procedura di gara pubblica	Procedura negoziata	Affidamento diretto	Totale
Advisor per Asset Allocation Strategica/Tattica	11	4	1	16
Advisor per attività di selezione/due diligence degli investimenti (ex ante)	5	4	2	11
Advisor per attività di risk management	11	3	1	15
ESG Advisor	4	1	4	9
<b>Totale</b>	<b>31</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>51</b>

In particolare, il 61 per cento degli incarichi viene affidato tramite procedura di gara pubblica, il 23 per cento tramite procedura negoziata e il 16 per cento tramite affidamento diretto.



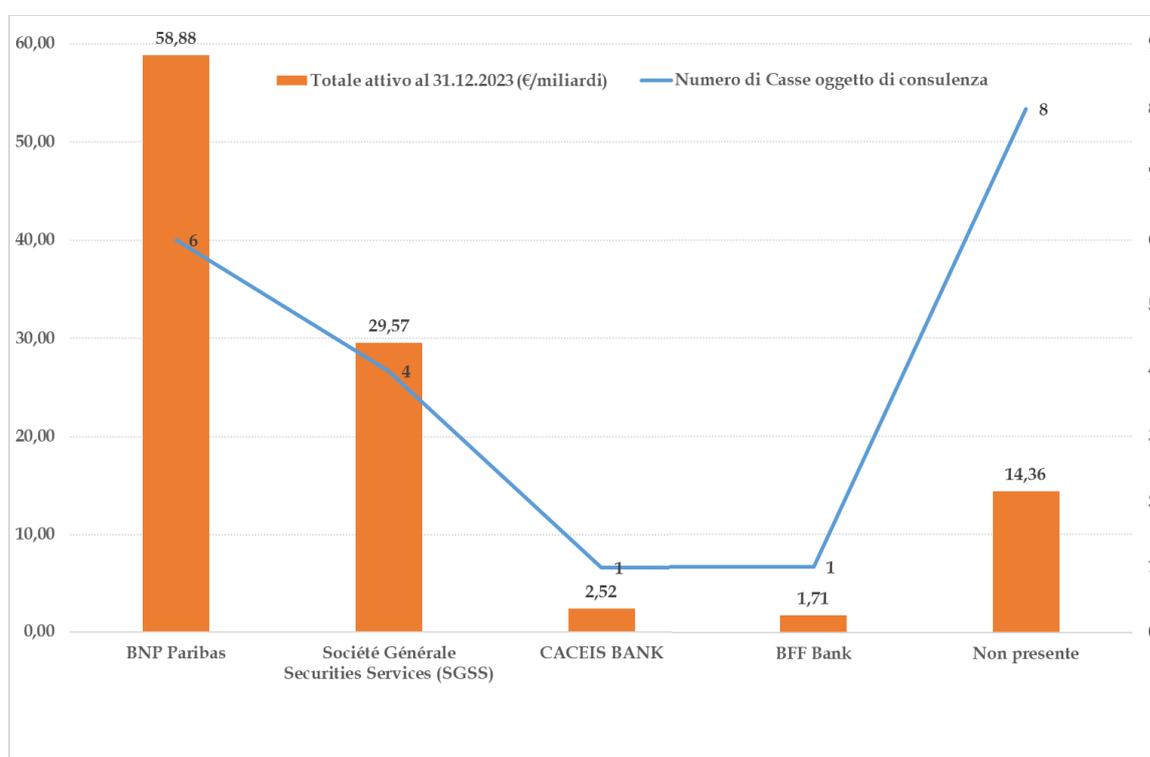
In materia, merita sottolineare che, nonostante il significativo ricorso ad *advisor*, resta comunque ferma la piena responsabilità degli organi collegiali nella complessiva gestione degli Enti (ivi comprese le attività esternalizzate). Infatti, laddove l'Ente, affidi a terzi lo svolgimento di attività e di processi connessi all'attività di investimento, deve adottare misure ragionevoli per mitigare i relativi rischi. L'Ente poi deve essere in grado di controllare e monitorare le attività esternalizzate e assicurarne la continuità.

Particolare importanza dovrebbero, pertanto, assumere i meccanismi legali, contrattuali, di controllo attivati dagli Enti per garantire la qualità del servizio esternalizzato (ad esempio obblighi di informativa periodica, definizione di apposite procedure/meccanismi di controllo dei rischi nelle sue diverse configurazioni, tra cui rischi di credito, di controparte, di mercato, operativi, ecc.) nonché lo svolgimento del servizio nell'interesse degli Enti stessi; le eventuali misure (*Level Service Agreements*, sistema di penali, clausole risolutive espresse, ecc.) previste in caso di eventi che possano compromettere la capacità di fornire il servizio, ovvero di mancato rispetto dei livelli di servizio/obiettivi concordati.

### 2.3.3 BANCA DEPOSITARIA

L'indagine ha evidenziato che 12 Casse, pari in termini di Totale attivo a 92,68 milioni di euro (87 per cento del Totale attivo) - anche in assenza di un obbligo normativo - si sono dotate di una Banca depositaria di cui all'art. 47 del TUF (Testo Unico delle Finanze<sup>55</sup>).

I primi due depositari hanno il 50 per cento del totale delle Casse (pari all'83 per cento in termini di Totale attivo). 8 Casse (pari al 40 per cento del totale e al 13 per cento in termini di Totale attivo) non utilizzano la banca depositaria. Tali dati evidenziano che le Casse di minore dimensione non utilizzano il depositario.



<sup>55</sup> L'art. 47 (Incarico di depositario) del TUF prevede che "1. Per ciascun Oicr il gestore conferisce l'incarico di depositario a un unico soggetto, cui sono affidati i beni dell'Oicr secondo quanto previsto nel presente capo. 2. L'incarico di depositario può essere assunto da banche italiane, succursali italiane di banche UE e di banche di paesi terzi, Sim e succursali italiane di imprese di investimento UE e di imprese di paesi terzi diverse dalle banche<sup>536</sup>. 3. La Banca d'Italia autorizza l'esercizio delle funzioni di depositario e disciplina, sentita la Consob, le condizioni per l'assunzione dell'incarico. 4. Gli amministratori e i sindaci del depositario riferiscono senza ritardo alla Banca d'Italia e alla Consob, ciascuna per le proprie competenze, sulle irregolarità riscontrate nell'amministrazione del gestore e nella gestione degli Oicr e forniscono, su richiesta della Banca d'Italia e della Consob, informazioni su atti o fatti di cui sono venuti a conoscenza nell'esercizio delle funzioni di depositario.

La banca depositaria svolge sostanzialmente un ruolo di controllo sull'operato delle Casse/gestori, garantendo il rispetto delle politiche di investimento e della normativa vigente<sup>56</sup>.

Gli intermediari sono selezionati con le seguenti modalità operative: i) procedura di gara pubblica (utilizzata nel 84 per cento dei mandati); ii) procedura negoziata (8 per cento); iii) affidamento diretto (8 per cento). Si riporta di seguito una tabella di sintesi.

Modalità di selezione Banca depositaria	Procedura di gara pubblica	Procedura negoziata	Affidamento diretto
BNP Paribas	5		1
Société Générale Securities Services (SGSS)	3	1	
BFF Bank	1		
CACEIS BANK	1		
<b>Totale complessivo</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

<sup>56</sup> In particolare, l'art. 48 (Compiti del depositario) del TUF prevede che "1. Il depositario agisce in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti all'Oicr. Esso adotta ogni misura idonea a prevenire potenziali conflitti di interesse tra l'esercizio delle funzioni di depositario e le altre attività svolte. 2. Il depositario adempie agli obblighi di custodia degli strumenti finanziari ad esso affidati e alla verifica della proprietà nonché alla tenuta delle registrazioni degli altri beni. Se non sono affidate a soggetti diversi, detiene altresì le disponibilità liquide degli Oicr. 3. Il depositario, nell'esercizio delle proprie funzioni: a) accerta la legittimità delle operazioni di vendita, emissione, riacquisto, rimborso e annullamento delle quote del fondo, nonché la destinazione dei redditi dell'Oicr; b) accerta la correttezza del calcolo del valore delle parti dell'Oicr; c) accerta che nelle operazioni relative all'Oicr la controprestazione sia rimessa nei termini d'uso; d) esegue le istruzioni del gestore se non sono contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza; e) monitora i flussi di liquidità dell'Oicr, nel caso in cui la liquidità non sia affidata al medesimo. 3-bis. Il depositario può svolgere altre attività nei confronti del gestore, incluso il calcolo del valore delle parti dell'OICVM, ferma restando l'applicazione della disciplina in materia di esternalizzazione ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c-bis), numero 8), e comma 2-bis e a condizione che separi, sotto il profilo gerarchico e funzionale, l'espletamento delle funzioni di depositario dagli altri suoi compiti potenzialmente confliggenti e che i potenziali conflitti di interesse siano identificati, gestiti, monitorati e comunicati agli investitori dell'Oicr. 4. La Banca d'Italia, sentita la Consob, emana disposizioni di attuazione del presente articolo, anche con riferimento all'individuazione dei soggetti diversi dal depositario cui possono essere affidate le disponibilità liquide, alle modalità di deposito di tali disponibilità liquide, nonché alle condizioni per la delega della custodia e il riutilizzo dei beni dell'Oicr da parte del depositario".

## 2.4 IL PORTAFOGLIO FINANZIARIO E LE ATTIVITÀ REALI

### 2.4.1 ASSET ALLOCATION

Alla fine del 2023, in base ai dati dei bilanci consuntivi, il portafoglio finanziario e le attività reali delle Casse ammontano a 96,82 miliardi di euro rispetto ai 72,74 miliardi di euro del 2018, il 33 per cento in più in 5 esercizi annuali (+24,08 miliardi di euro).

L'analisi dell'*asset allocation* è stata effettuata avendo come riferimento le classi di attività individuate dalla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP). Si considerano pertanto le seguenti *asset class*: liquidità, titoli di Stato, altri titoli di debito, titoli di capitale, quote di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM), quote in altri Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), investimenti immobiliari diretti, partecipazioni in società immobiliari e polizze assicurative.

A livello di *singola asset class*, emerge che gli "altri OICR" (fondi di *private equity*, fondi di *private debt*, fondi infrastrutturali, fondi immobiliari e altri) hanno registrato la variazione maggiore (+54 per cento) passando da 15,47 miliardi di euro a 23,90 miliardi di euro.

Gli OICVM al 2023 ammontano a 31,08 miliardi di euro (+45 per cento rispetto ai 21,43 miliardi di euro del 2018).

I titoli di Stato sono passati da 13,85 miliardi di euro del 2018 a 18,91 miliardi di euro del 2023 (+37 per cento).

I titoli di capitale<sup>57</sup> ammontano a 8,55 miliardi di euro (+25 per cento rispetto ai 6,81 miliardi di euro del 2018).

La componente liquidità cresce del 12 per cento (tiene conto del maggiore patrimonio accumulato nel periodo di riferimento).

Le polizze assicurative, gli altri titoli di debito e le partecipazioni in società immobiliari registrano variazioni inferiori al 4 per cento.

L'immobiliare diretto si riduce del 45 per cento passando dai 3,57 miliardi di euro del 2018 a 1,95 miliardi di euro del 2023.

Come meglio evidenziato nei paragrafi seguenti, l'indagine sui portafogli delle Casse di previdenza ha evidenziato un significativo aumento degli investimenti indiretti verso una sostanziale stabilità degli investimenti diretti. All'interno poi degli investimenti

---

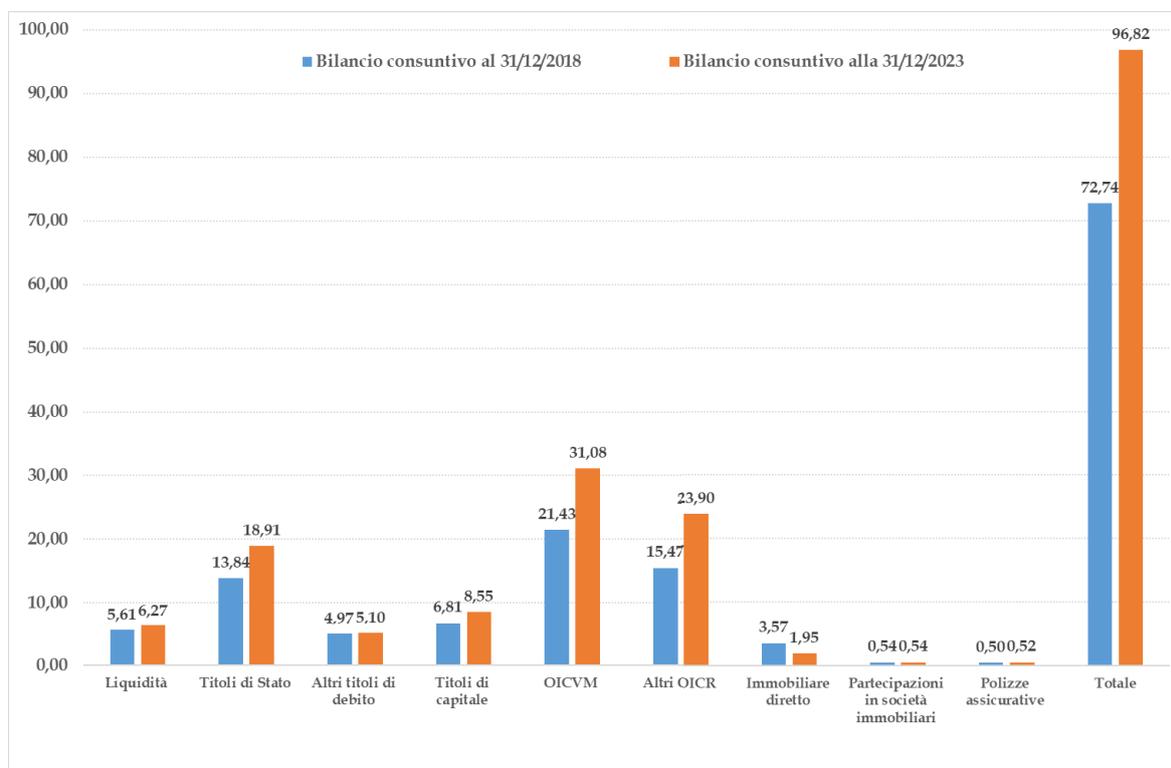
<sup>57</sup> Nell'ambito dei titoli di capitale figurano quote del capitale della Banca d'Italia sottoscritte da 12 Casse per un controvalore complessivo di 1,95 miliardi di euro, pari al 26% del capitale della Banca d'Italia.

indiretti si è riscontrato un significativo utilizzo della gestione collettiva<sup>58</sup> (OICVM e altri OICR soprattutto di diritto estero) e una riduzione delle attività finanziarie gestite tramite gestione di portafogli/mandati fiduciari (sia in termini di controvalore degli *asset* affidati sia in termini di numero dei mandati).

Si riporta di seguito una tabella e un grafico di sintesi sull'andamento delle diverse *asset class* nel periodo considerato.

€/miliardi	Bilancio consuntivo al 31/12/2018	Bilancio consuntivo al 31/12/2023	Variazione assoluta	Variazione %
Altri OICR	15,47	23,90	8,43	54%
OICVM	21,43	31,08	9,65	45%
Titoli di Stato	13,84	18,91	5,07	37%
Titoli di capitale	6,81	8,55	1,73	25%
Liquidità	5,61	6,27	0,66	12%
Polizze assicurative	0,50	0,52	0,02	4%
Altri titoli di debito	4,97	5,10	0,13	3%
Partecipazioni in società immobiliari	0,54	0,54	0,00	1%
Immobiliare diretto	3,57	1,95	-1,62	-45%
<b>Totale</b>	<b>72,74</b>	<b>96,82</b>	<b>24,08</b>	<b>33%</b>

<sup>58</sup> In sintesi, l'aspetto più importante che contraddistingue la gestione di portafogli dalla gestione collettiva (OICR costituiti da: OICVM, FIA, Sicav, Sicaf) è che la gestione del capitale è su base individuale. Negli OICR il capitale "partecipa" a un monte collettivo in cui l'individualità del conferimento si smaterializza. Nella gestione patrimoniale, invece, esiste un conto intestato ad un investitore e tutte le operazioni sono registrate a nome dell'investitore stesso. Il servizio di gestione di portafogli quindi si colloca a metà tra una gestione collettiva e l'investimento diretto. Questo perché nella gestione patrimoniale l'investitore, pur concedendo un mandato al gestore (che deciderà direttamente come e quando investire e disinvestire), può indicare le caratteristiche di gestione del capitale (personalizzazione del rapporto). Nella gestione collettiva, invece, l'investitore non può "suggerire" le modalità di impiego dei capitali al gestore (al momento dell'investimento può soltanto scegliere l'OICR più adatto/congeniale e al momento del disinvestimento chiederne il rimborso/venderlo a terzi).



Con specifico riferimento alle polizze assicurative, emerge che nel periodo considerato il numero delle stesse si è ridotto del 45 per cento passando da 44 contratti assicurativi del 2018 a 24 del 2023 (minori polizze assicurative ma di dimensione maggiore).

Con riferimento, invece, agli investimenti in OICVM e altri OICR, emerge che gli stessi sono realizzati, nella maggior parte dei casi, attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari di diritto estero.

In materia profili di attenzione emergono, da un lato, sulle "effettive" differenze in termini di rapporto rischio/rendimento tra gli strumenti nazionali e non nazionali e, dall'altro, sulla "capacità" dell'industria dell'*asset management* nazionale<sup>59</sup> di far fronte/assistere alle esigenze di investimento di investitori istituzionali come le Casse previdenziali.

All'interno dell'*asset class* "altri OICR" emerge che:

<sup>59</sup> Si segnala che secondo l'ultimo rapporto *World's Top Asset Management Firms 2023* di ADV Ratings, i primi dieci gestori di fondi al mondo gestiscono un patrimonio di 44.000 miliardi di dollari, 8 dei primi 10 sono di origine statunitense. Nella citata classifica, i gestori italiani figurano al 47° posto (Generali Group) e al 62° (Intesa San Paolo). Gli *asset manager* di fatto sono i soggetti che definiscono e individuano le *asset class* su cui investire il patrimonio gestito.

- i fondi immobiliari al 2023 ammontano a 14,03 miliardi di euro (+14 per cento rispetto ai 12,32 miliardi di euro del 2018);
- i fondi di *private equity* hanno registrato la variazione maggiore (+310 per cento) passando da 1,15 miliardi di euro a 4,70 miliardi di euro del 2023;
- i fondi infrastrutturali al 2023 ammontano a 2,97 miliardi di euro (+266 per cento rispetto ai 0,81 miliardi di euro del 2018);
- i fondi di *private debt* ammontano a 1,74 miliardi di euro (+217 per cento rispetto ai 0,55 miliardi di euro del 2018).

Si riporta di seguito una tabella sull'andamento dell'*asset class* "altri OICR".

Focus Altri OICR (€/miliardi)	Bilancio consuntivo al 31/12/2018	Bilancio consuntivo al 31/12/2023	Variazione assoluta	Variazione %
<i>di cui: fondi immobiliari</i>	12,32	14,03	1,71	14%
<i>di cui: fondi di private equity</i>	1,15	4,70	3,55	310%
<i>di cui: fondi infrastrutturali</i>	0,81	2,97	2,16	266%
<i>di cui: fondi di private debt</i>	0,55	1,74	1,19	217%
<i>di cui: altro</i>	0,64	0,46	-0,18	-28%
<b>Totale</b>	<b>15,47</b>	<b>23,90</b>	<b>8,43</b>	<b>54%</b>

Dall'analisi della citata tabella emerge che gli investimenti alternativi rappresentano una realtà che si sta sempre più sviluppando e consolidando all'interno dei portafogli delle Casse nell'ottica della diversificazione. Peraltro, si può rilevare che una buona parte dell'incremento di tali investimenti deriva da quello degli investimenti in fondi immobiliari, che a sua volta appare connesso alla dismissione/apporto degli immobili detenuti direttamente.

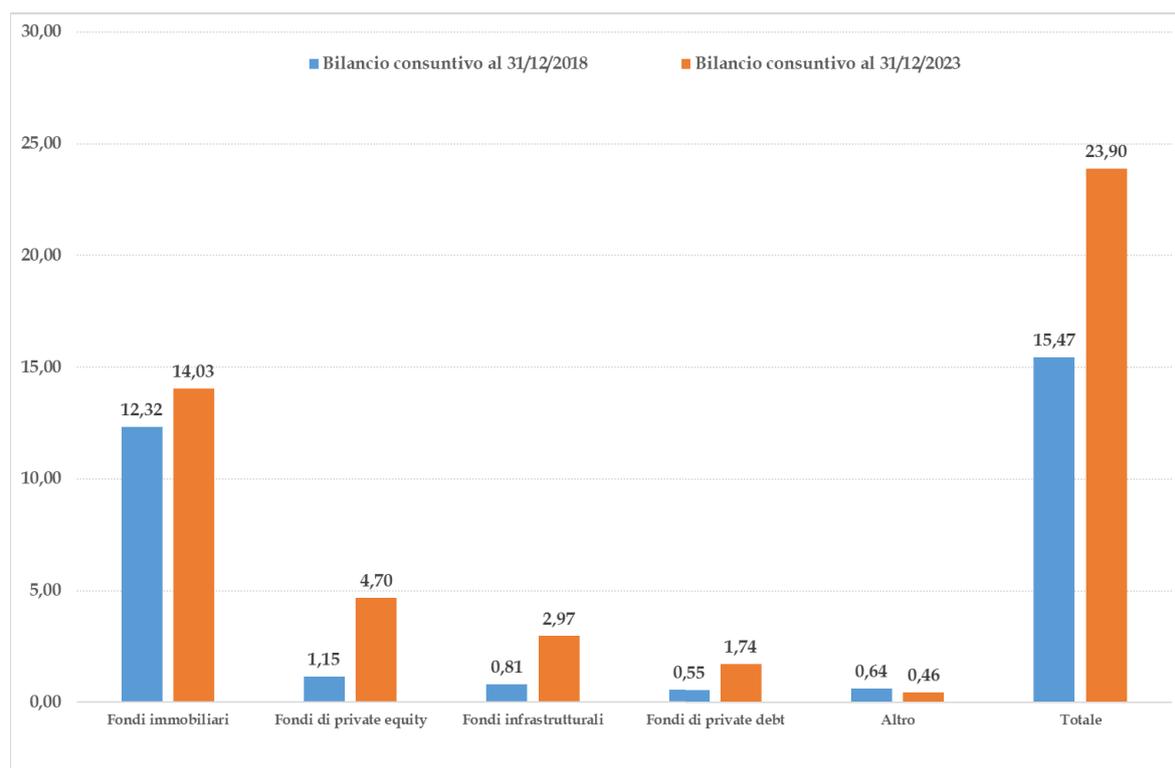
Tali strumenti però, caratterizzandosi per una minore liquidità rispetto alle altre *asset class* e quindi per una maggiore difficoltà di smobilizzo prima della scadenza, richiedono un costante controllo dei rischi.

In materia, particolare rilievo assumono l'adozione di procedure e misure organizzative, tra le Casse e gli intermediari distributori/produttori, circa l'informativa periodica sull'andamento delle *asset class* oggetto investimento nonché "rafforzata" in caso di eventuali criticità con riguardo al prodotto o al mercato di riferimento. L'indagine ha però

evidenziato che in diverse Casse la tempistica di informativa periodica è identica a quella prevista per gli investitori *retail* (semestrale e annuale).

Riflessioni ulteriori, e in termini più generali, meriterebbero i “compensi” (gettoni di presenza) percepiti dai soggetti (frequentemente i componenti del Consiglio dei delegati/C.d.A.) indicati dagli Enti per la partecipazione negli *Advisory board*/comitati consultivi degli OICR Alternativi nonché la trasparenza in merito al conferimento di detti incarichi. Tali compensi, sebbene finalizzati a favorire il controllo sull’andamento gestionale degli OICR, assumono importi non marginali che potrebbero andare a discapito del perseguimento del miglior interesse degli iscritti, ossia della selezione dei migliori prodotti finanziari in termini di rischio/rendimento e connessi costi.

Il grafico seguente conferma che all’interno degli investimenti indiretti il peso degli investimenti immobiliari resta rilevante<sup>60</sup>: i fondi immobiliari (14,03 miliardi di euro) e i fondi infrastrutturali (2,97 miliardi di euro) ammontano complessivamente a 17,00 miliardi di euro (pari al 71 per cento del totale degli Altri OICR).



<sup>60</sup> Si ricorda che tale dato, come già detto, non considera gli investimenti diretti nel *real estate* che al 2023 ammontano a complessivi 2,49 miliardi di euro (di cui, immobiliare diretto pari a 1,95 miliardi di euro e partecipazioni in società immobiliari pari 0,54 miliardi di euro).

La politica degli investimenti rappresenta a tutta evidenza un fattore chiave per l'intero sistema previdenziale privato. Fondamentale, in questo senso, definire un *asset allocation* strategica fortemente correlata all'*Asset & Liability Management* (ALM) della Cassa. La definizione dell'ALM, come già ricordato, si basa sostanzialmente sulle previsioni/proiezioni contenute nel Bilancio Tecnico (monitoraggio della sostenibilità finanziaria di lungo periodo).

Con specifico riferimento ai Bilanci tecnici, l'analisi ha evidenziato che si registrano "ritardi" di circa un anno tra la loro redazione/approvazione e il relativo periodo di riferimento. Ciò determina che le elaborazioni/proiezioni effettuate/contenute nei Bilanci tecnici, e disponibili, tempo per tempo, hanno un *gap* temporale di circa quattro anni rispetto all'effettivo andamento/situazione degli iscritti/pensionati (categoria di riferimento).

Solamente due Enti (oltre al Bilancio tecnico cd. "standard") hanno redatto e approvato anche il Bilancio tecnico cd. "specifico"; bilancio quest'ultimo che si caratterizza per la deroga/integrazione dei parametri *standard* definiti dal Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali per tener conto di ipotesi specifiche formulate dall'Ente stesso.

La tabella seguente riporta l'analisi per quartile<sup>61</sup> dell'andamento del peso percentuale delle singole *asset class* rispetto alla dimensione del portafoglio finanziario.

Valori espressi in % del portafoglio finanziario (31/12/2023)	Liquidità (%)	Titoli di Stato (%)	Altri titoli di debito (%)	Titoli di capitale (%)	OICVM (%)	Altri OICR (%)	Immobiliare diretto (%)	Partecipazioni in società immobiliari (%)	Polizze assicurative (%)
Valore minimo	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Primo quartile (25° percentile)	3%	10%	0%	2%	25%	13%	0%	0%	0%
Valore mediano (50° percentile)	5%	17%	3%	5%	37%	19%	2%	0%	0%
Terzo quartile (75° percentile)	8%	26%	8%	12%	46%	28%	6%	0%	1%
Valore massimo	17%	79%	13%	24%	77%	52%	20%	34%	6%

Dall'analisi della citata tabella emerge che la differenza interquartile - che quindi esclude le code della distribuzione - per ciascuna *asset class* a livello aggregato si mantiene

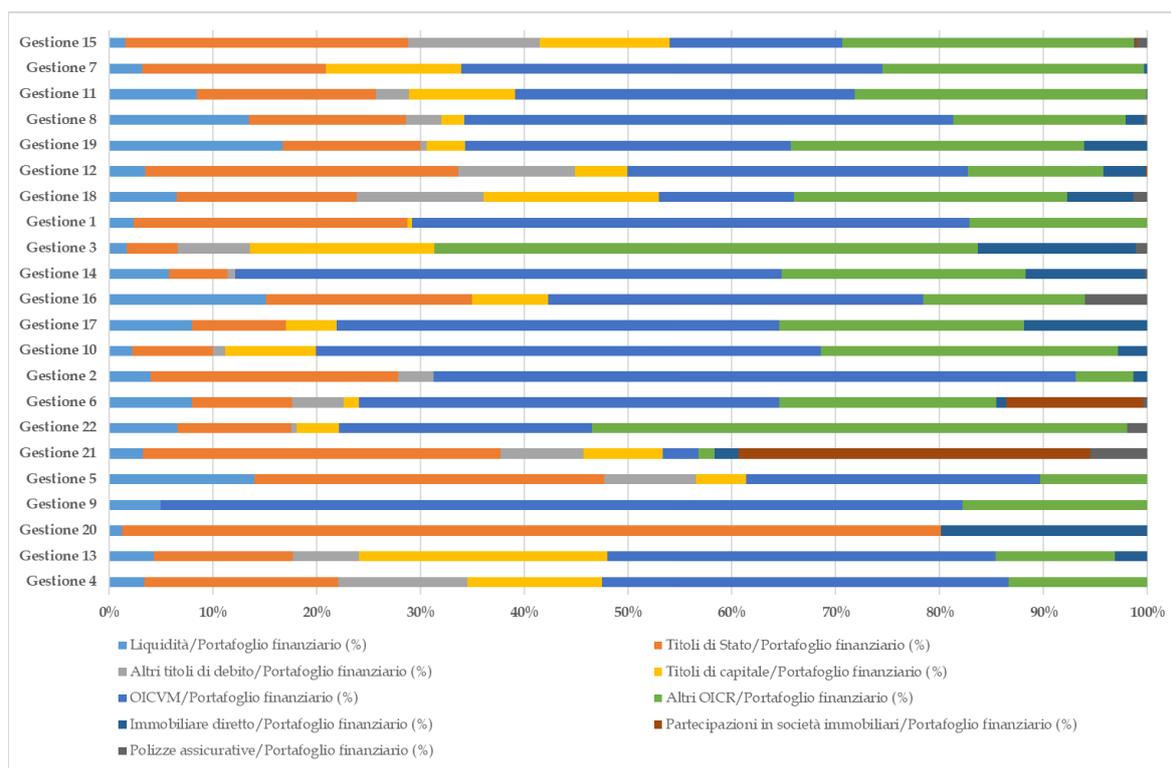
<sup>61</sup> Valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo.

su valori tendenzialmente contenuti; ciò implica una certa omogeneità nelle scelte di investimento operate dalle Casse.

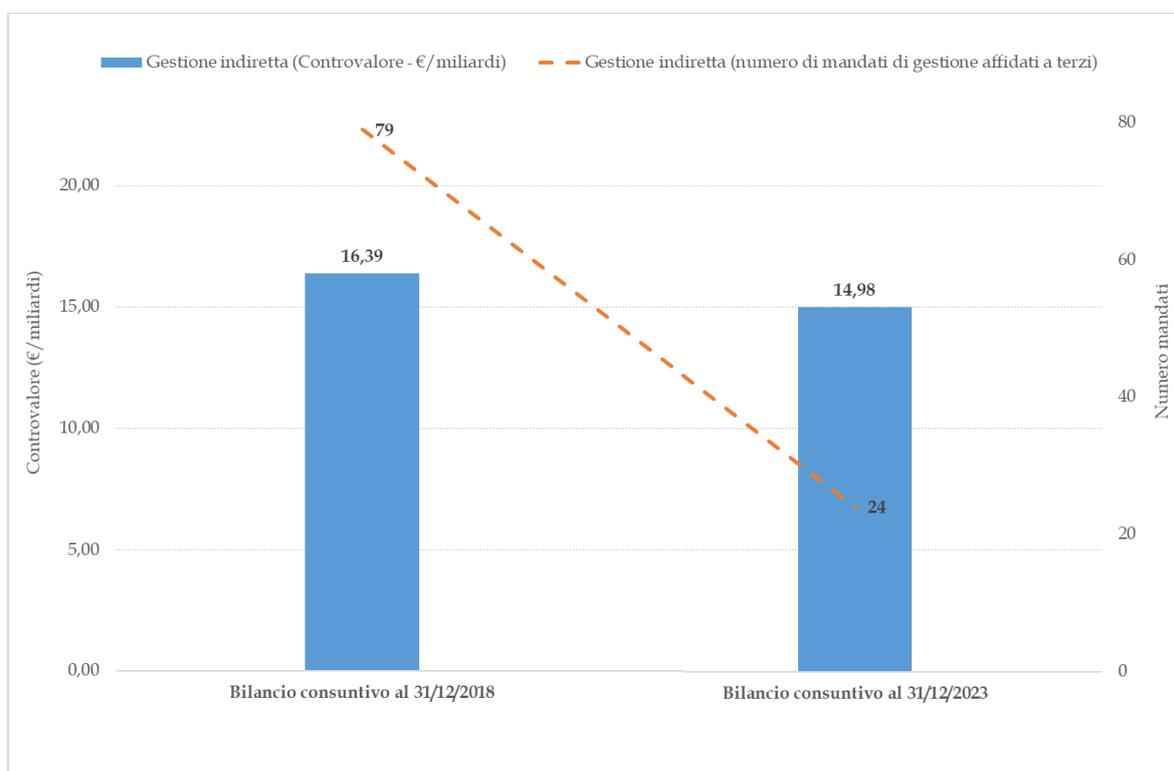
Si segnala che, in linea generale, nelle politiche di investimento - su cui sussiste un rilevante coinvolgimento degli *advisor* - dovrebbe essere data una minore importanza all'andamento dei mercati di riferimento delle diverse *asset class* per tenere in maggiore considerazione le caratteristiche specifiche delle platee di riferimento delle diverse Casse. A parità di altre condizioni la politica di impiego di un ente caratterizzato da una platea molto giovane non dovrebbe essere la medesima di un ente maturo.

L'ottimizzazione della combinazione rischio-rendimento del portafoglio nel suo complesso dovrebbe quindi caratterizzarsi per la scelta di prodotti finanziari/reali "migliori" per liquidabilità, rendimento e livello di rischio e in coerenza con le caratteristiche della platea di riferimento dell'Ente.

Si riporta di seguito un grafico di sintesi sul peso percentuale delle singole attività rispetto alla dimensione del portafoglio finanziario delle diverse gestioni.



Al 2023, emerge poi che le attività finanziarie gestite tramite mandati - a carattere fiduciario - conferiti a intermediari specializzati (gestione indiretta di portafoglio<sup>62</sup>) ammontano a 14,98 miliardi di euro, l'8,63 per cento in meno rispetto ai 16,39 miliardi di euro del 2018. In termini di numero di mandati emerge anche una significativa riduzione del numero degli incarichi affidati che passano dai 79 del 2018 ai 24 del 2023 (meno 70 per cento). La riduzione e del controvalore degli *asset* affidati e soprattutto del numero dei mandati di gestione potrebbe anche dipendere dalla regolamentazione di settore - la quale potrebbe non essere neutrale quanto alle possibili decisioni di utilizzo dei mandati di gestione quale alternativa agli OICR - che impone il ricorso a procedure di evidenza pubblica per l'individuazione dei gestori con tempi e costi non facilmente "conciliabili" con le caratteristiche e le tempistiche di gestione di tali patrimoni. Si riporta di seguito un grafico di sintesi.



<sup>62</sup> Per gestione indiretta di portafoglio si intende il conferimento in gestione delle attività finanziarie a gestori specializzati (gestioni patrimoniali/gestione di portafogli). Sono escluse le polizze assicurative.

L'analisi dei bilanci delle Casse evidenzia poi la presenza in Nota integrativa<sup>63</sup> - e in alcuni casi anche nei Conti d'ordine sebbene siano stati soppressi dal d.lgs. n. 139/2015 - di significativi impegni di sottoscrizione da attribuire a quote di FIA sottoscritti, ma non ancora versati/completamente versati dalle Casse (in attesa di richiamo degli impegni).

Sempre dall'analisi delle Note integrative è emerso che - diversamente da altre Casse - una Cassa ha raggruppato l'informativa sul portafoglio mobiliare e immobiliare a livello delle principali classi di attivo (per il patrimonio mobiliare: obbligazionario, quote azionarie, fondi FIA, fondi, ecc.; per gli immobili: strumentale, non residenziale, abitativo e immobili in condominio). Non viene indicata l'informativa di dettaglio a livello di singolo titolo/prodotto finanziario/singolo immobile. Perplessità emergono, pertanto, sull'effettivo rispetto dei postulati della chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta del bilancio sebbene né il Collegio sindacale né la società di revisione abbiano sollevato rilievi sul punto.

#### 2.4.2 LOCALIZZAZIONE GEOGRAFICA DEGLI INVESTIMENTI

Dall'analisi dell'informativa contabile al 31/12/2023 emerge che a livello geografico:

- il 46 per cento del patrimonio è investito in Italia<sup>64</sup> (pari a 44,79 miliardi di euro);
- il 23 per cento in UE (ex Italia) e pari a 22,16 miliardi di euro;
- il 16 per cento in USA pari a 15,32 miliardi di euro;
- il restante 15 per cento è investito in Stati Extra UE (ex USA) e pari a 14,56 miliardi di euro.

Si riporta di seguito una tabella di sintesi.

---

<sup>63</sup> L'art. 2427 del codice civile, comma 1, punto 12), prevede che *“La nota integrativa deve indicare, oltre a quanto stabilito da altre disposizioni: [omissis] 9) l'importo complessivo degli impegni, delle garanzie e delle passività potenziali non risultanti dallo stato patrimoniale, con indicazione della natura delle garanzie reali prestate; gli impegni esistenti in materia di trattamento di quiescenza e simili, nonché gli impegni assunti nei confronti di imprese controllate, collegate, nonché controllanti e imprese sottoposte al controllo di quest'ultime sono distintamente indicati”*.

<sup>64</sup> Per investimenti in Italia, si intendono: 1) nel caso di investimenti in “Titoli di Stato”, le emissioni dello Stato italiano; 2) nel caso di investimenti in “Altri titoli di debito”, “Titoli di capitale” e “Partecipazioni in società immobiliari”, le emissioni di emittenti con sede legale in Italia; 3) nel caso di investimenti in “Immobili”, gli immobili presenti sul territorio italiano; 4) nel caso di “Titoli di Stato”, “Altri titoli di debito”, “Titoli di capitale”, “Partecipazioni in società immobiliari” e “Immobili” detenuti per il tramite (sottostanti) di “OICVM” e “Altri OICR”, rilevano le regole di cui ai precedenti punti 1), 2) e 3) (cd. look-through degli OICVM/Altri OICR). La medesima logica è stata adottata con riferimento alle restanti tipologie di investimenti, quali: “Investimenti UE (al netto dell'Italia)”, “Investimenti USA” e “Investimenti Extra UE (al netto USA)”.

<b>Bilancio consuntivo al 31/12/2023</b>		
<b>Localizzazione geografica degli investimenti</b>	<b>Valore assoluto (€/miliardi)</b>	<b>Valore %</b>
Italia	44,79	46%
UE (ex Italia)	22,16	23%
USA	15,32	16%
Extra UE (ex USA)	14,56	15%
<b>Totale</b>	<b>96,82</b>	<b>100%</b>

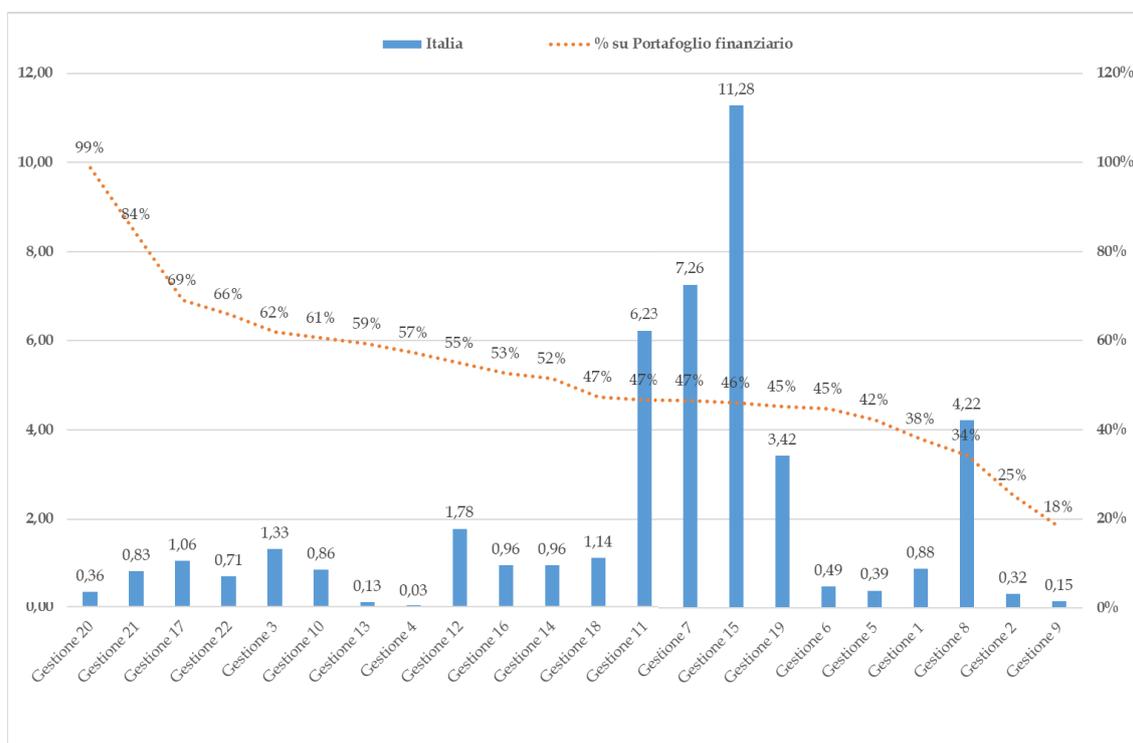
Tra gli investimenti domestici restano predominanti gli investimenti immobiliari (diretti e indiretti) pari a complessivi 18,30 miliardi di euro (il 40,86 per cento degli investimenti in Italia) e i titoli di Stato pari a 13,8 miliardi di euro (il 30,82 per cento degli investimenti in Italia).

La Tabella seguente riporta l'analisi per quartile<sup>65</sup> degli investimenti in Italia (espressi in percentuale del Portafoglio finanziario). Dall'analisi della stessa - al netto delle code - emerge che gli investimenti in Italia assumono una dimensione significativa (pari in media al 46 per cento del portafoglio finanziario).

<b>Investimento in Italia (% su Portafoglio finanziario)</b>	<b>Quartile</b>	<b>Frequenza</b>	<b>Frequenza cumulata</b>	<b>%/Totale</b>
Valore minimo	18%	1	1	5%
Primo quartile (25° percentile)	45%	6	7	32%
Valore mediano (50° percentile)	49%	4	11	50%
Terzo quartile (75° percentile)	60%	4	15	68%
Valore massimo	99%	7	22	100%

<sup>65</sup> Valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo.

Infine, si riporta un grafico di sintesi sugli investimenti effettuati dalle singole gestioni nell’economia italiana (espressi in valore assoluto e in percentuale del portafoglio finanziario).



### 2.4.3 INVESTIMENTI IN PRODOTTI ESG E “MISSION RELATED”

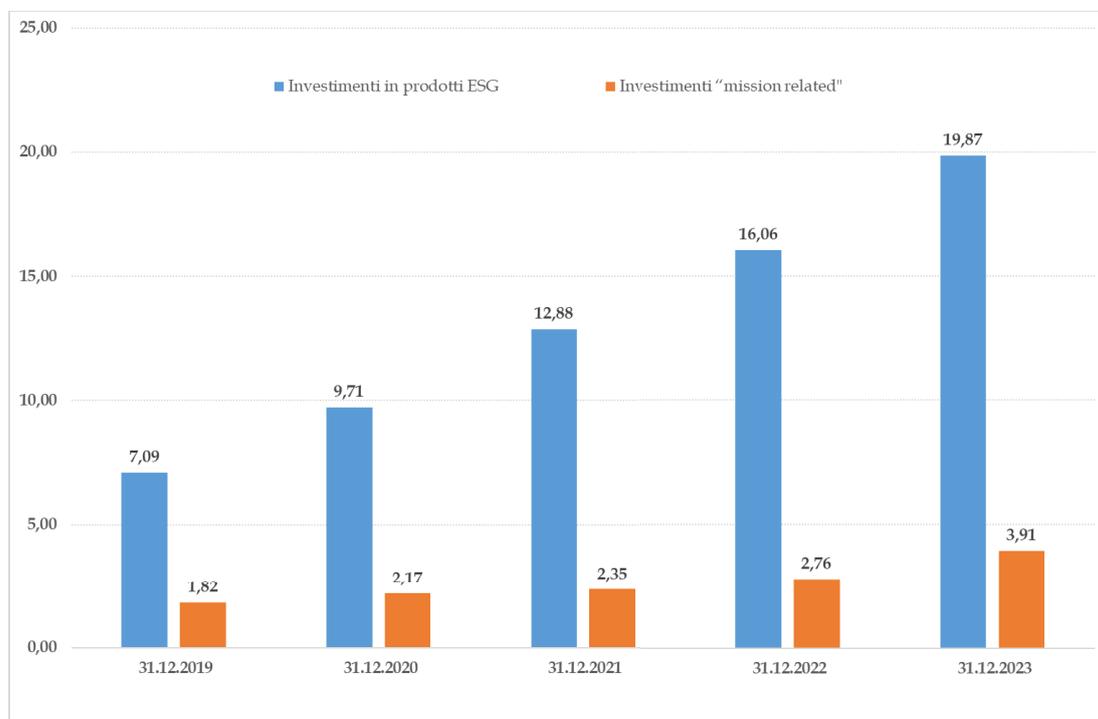
Al 31 dicembre 2023, le Casse hanno effettuato investimenti in prodotti ESG<sup>66</sup> (*Environmental, Social, Governance*) per complessivi 19,87 miliardi di euro (più 180 per cento rispetto al 31/12/2019) e investimenti “mission related”<sup>67</sup> per complessivi 3,91 miliardi di euro (più 116 per cento rispetto al 31/12/2019).

Alla data del 31 dicembre 2023, gli investimenti in prodotti ESG e “mission related” rappresentano rispettivamente il 20,52 per cento e il 4,04 per cento del portafoglio finanziario delle Casse (pari a 96,82 miliardi di euro).

<sup>66</sup> Alle Casse è stato chiesto di indicare come investimenti “ESG” i prodotti finanziari che hanno esplicitamente un mandato di investimento responsabile dal punto di vista ambientale, sociale e di governance.

<sup>67</sup> Alle Casse è stato chiesto di indicare come investimenti “mission related” gli impieghi finalizzati a garantire lo sviluppo delle professioni degli iscritti e dell’ecosistema di riferimento nonché la sostenibilità dell’equilibrio intergenerazionale tra gli aderenti attuali e quelli futuri.

Di seguito si riporta un grafico di sintesi sull'andamento di tali investimenti nel periodo 2019-2023.



Dalle analisi svolte è emerso che diversi sono gli ambiti impattati dalla disciplina ESG, tra cui: l'integrazione dei fattori di sostenibilità nel processo di investimento (*ESG policy*), la *due diligence*, l'informativa contabile. Come già detto, 9 Casse hanno incaricato un *advisor* dedicato alle tematiche ESG.

Il tema dei costi di consulenza/*compliance* alla normativa ESG appare significativo, considerato che i costi affrontati dalle Casse concorrono a determinare il rendimento (netto) del patrimonio gestito.

Profili di attenzione emergono poi con riferimento al rapporto rischio/rendimento dei prodotti ESG-*compliant* rispetto ai tradizionali prodotti di investimento. Su tale aspetto l'indagine ha evidenziato dati/indicazioni non univoci né coerenti tra le diverse Casse.

Con specifico riferimento agli immobili detenuti direttamente dalle Casse<sup>68</sup> è emerso che la Direttiva EPBD (*Energy Performance of Building Directive*) sta impattando e impatterà

---

<sup>68</sup> Si ricorda che al 2023 gli investimenti diretti nel *real estate* ammontano a complessivi 2,49 miliardi di euro (di cui, Immobiliare diretto pari a 1,95 miliardi di euro e Partecipazioni in società immobiliari pari 0,54 miliardi di euro).

in maniera significativa – in assenza di rilevanti interventi di riqualificazione sugli immobili - sul valore di realizzo/di locazione del patrimonio immobiliare.

Infine si registrano prime iniziative, anche in forma associativa (ad esempio, Assodire<sup>69</sup> – Associazione degli investitori responsabili), finalizzate a rafforzare la qualificazione e la rappresentanza degli interessi delle associate, soprattutto sulle tematiche ESG, nelle politiche di investimento e nell’azionariato attivo.

#### 2.4.4 I RENDIMENTI E GLI INDICATORI DI RISCHIO

L’indagine ha evidenziato che le Casse nel periodo 2019-2023 (5 anni) hanno realizzato un rendimento contabile<sup>70</sup> (realizzato) medio lordo pari al 2,66 per cento (il rendimento cumulato è pari al 13,32 per cento).

Nel medesimo periodo, il rendimento medio al *fair value*<sup>71</sup> (maturato ma non realizzato) è stato, invece, pari a 3,09 per cento (il rendimento cumulato è pari al 15,43 per cento).

Si riporta di seguito una tabella di sintesi.

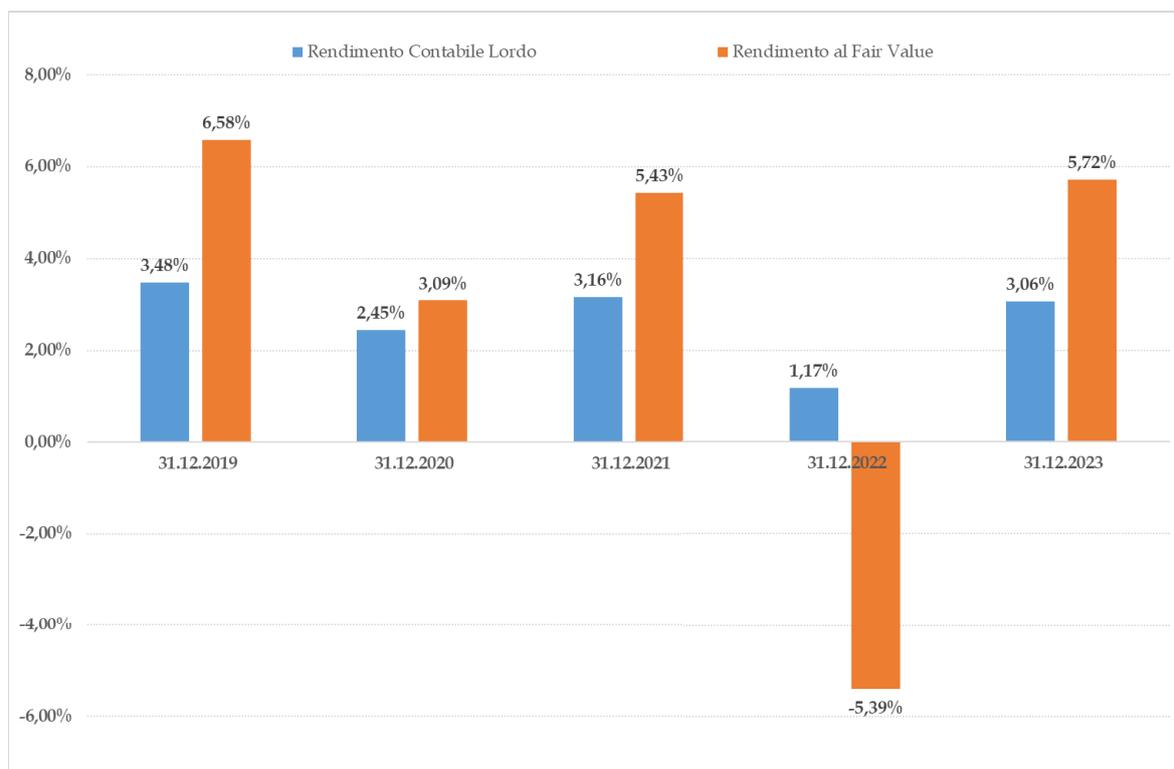
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	Rendimento medio	Rendimento medio cumulato
Rendimento Medio Contabile Lordo	3,48%	2,45%	3,16%	1,17%	3,06%	2,66%	13,32%
Rendimento Medio al Fair Value	6,58%	3,09%	5,43%	-5,39%	5,72%	3,09%	15,43%

<sup>69</sup> L’Associazione è stata costituita per iniziativa di tre Casse di previdenza private: ENPAM, Cassa Forense, Inarcassa e Fondoposte allo scopo di perseguire le finalità che possono essere sintetizzate sotto i Principi dell’Azionariato Responsabile. L’Associazione ha l’obiettivo di applicare i “Principi per l’Investimento Responsabile – PRI” promossi dal Segretario delle Nazioni Unite. In particolare, si richiama il Principio n.2 “Essere azionisti attivi e incorporare le tematiche ESG nelle nostre politiche e nelle nostre pratiche di azionariato attivo”.

<sup>70</sup> L’analisi del rendimento a valori contabili tiene conto dei proventi immobiliari (plusvalenze da dismissione immobiliare) e dei proventi finanziari (dividendi e cedole maturate nell’esercizio, plusvalenze e minusvalenze da negoziazione, riprese di valore su titoli) al netto di svalutazioni e accantonamenti e degli oneri finanziari e fiscali.

<sup>71</sup> L’analisi del rendimento al *fair value* tiene conto della valutazione complessiva del patrimonio, alla fine dell’esercizio, effettuata sulla base dei valori di quotazione e dei *Net Asset Value* (NAV) comunicati dalle controparti, ovvero in base ai valori calcolati dagli esperti indipendente/perizie/analisi interne per gli immobili di proprietà dell’Ente.

Fermo restando che il rendimento contabile e il rendimento finanziario sono misure non pienamente comparabili per la disomogeneità dei valori presi a riferimento oltre che dalle formule impiegate, si riporta di seguito un grafico sull'andamento del rendimento contabile lordo<sup>72</sup> e del rendimento al *fair value* nel periodo 2019-2023.



La tabella seguente riporta l'analisi per quartile<sup>73</sup> dei rendimenti contabili lordi e dei rendimenti al *fair value*. Dall'analisi della stessa (valore mediano) emerge che 11 Casse hanno realizzato, nel periodo 2019-2023, rendimenti medi contabili lordi e rendimenti medi al *fair value* inferiori o uguali rispettivamente al 2,66 per cento e al 3,09 per cento. Dall'analisi del valore minimo emerge che su 10 osservazioni una Cassa ne ha totalizzate 5 (50 per cento),

<sup>72</sup> Si ricorda che i rendimenti contabili netti delle gestioni hanno effetto sulle prestazioni previdenziali posto che i montanti contributivi degli iscritti si rivalutano sulla base della media geometrica quinquennale della crescita del PIL precedente l'anno da rivalutare. In materia, si segnala altresì che alcune Casse - fermo restando i rendimenti contabili netti degli investimenti - hanno previsto dei valori minimi e massimi di rivalutazione (*range* di rivalutazione) delle prestazioni previdenziali.

<sup>73</sup> Valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo.

un'ulteriore Cassa 2 (20 per cento) e 3 Casse un valore minimo ciascuno (10 per cento cadauno).

		31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Valore minimo	Rendimento Contabile Lordo	0,46%	-0,32%	-7,56%	-4,17%	0,44%
	Rendimento al Fair Value	-6,08%	0,10%	1,12%	-21,41%	2,37%
Primo quartile (25° percentile)	Rendimento Contabile Lordo	2,59%	1,67%	2,34%	-0,91%	2,39%
	Rendimento al Fair Value	3,88%	1,92%	3,79%	-8,47%	4,78%
Valore mediano (50° percentile)	Rendimento Contabile Lordo	3,37%	2,20%	3,25%	1,53%	3,02%
	Rendimento al Fair Value	7,44%	2,59%	5,32%	-6,03%	6,13%
Terzo quartile (75° percentile)	Rendimento Contabile Lordo	4,20%	3,06%	4,69%	2,74%	3,65%
	Rendimento al Fair Value	8,94%	3,81%	6,53%	-2,49%	7,03%
Valore massimo	Rendimento Contabile Lordo	7,10%	6,50%	7,30%	6,32%	6,50%
	Rendimento al Fair Value	13,15%	9,43%	13,00%	4,83%	9,20%

L'analisi ha evidenziato che nella gestione del portafoglio immobiliare per alcune Casse si registrano rilevanti difficoltà - nonostante le varie iniziative intraprese nel corso degli anni - nella gestione del patrimonio immobiliare (che si riflettono in bassi rendimenti). Criticità emergono anche con riferimento ai crediti verso inquilini (dovuti alla morosità dei locatari). Alcune Casse, peraltro, pur avendo un significativo patrimonio immobiliare di proprietà, prendono in locazione immobili destinati a sedi strumentali.

Dall'analisi del Conto consuntivo in termini di cassa (Allegato 2 ai Bilanci delle Casse ai sensi dell'art. 9 DM 27 marzo 2013) è emerso che in alcuni esercizi alcune Casse hanno movimentato una percentuale molto elevata delle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (pari quasi al 60 per cento del portafoglio finanziario). Profili di attenzione emergono sulle motivazioni che hanno condotto le Casse ad effettuare tale significativa

movimentazione, sui costi e sulle principali caratteristiche e differenze degli strumenti finanziari acquistati e di quelli alienati.

Passando all'analisi degli indicatori di rischio, occorre evidenziare che, nel rispondere al questionario, 4 Casse hanno comunicato di non utilizzare gli indicatori di rischio secondo i parametri richiesti dalla Commissione. In particolare, due Casse hanno comunicato di non essere in grado di calcolare la deviazione standard<sup>74</sup> e il Valore a Rischio *ex post*<sup>75</sup> (VaR *ex post*) su un periodo di 5 anni (hanno fornito dati con profondità storica inferiore) e due Casse hanno, invece, comunicato di rilevare i rendimenti complessivi al *fair value* esclusivamente su base annua (con una frequenza di calcolo inferiore al mese).

Le analisi di seguito riportate si basano, pertanto, sulle risposte fornite da 16 Casse (18 gestioni).

Dall'analisi è emerso che la deviazione standard ha assunto un valore medio pari al 3,49, superiore<sup>76</sup> al VaR su base 5 anni con livello di confidenza 95 per cento (pari al 3,03 per cento) e inferiore al VaR su base 5 anni con livello di confidenza 99 per cento (pari al 5,15 per cento). Si riporta di seguito una tabella di sintesi.

Deviazione Standard 5 anni (00,00%) (*)	Valore a Rischio ex post (**) (VaR base 5 anni, livello di confidenza 95%) (00,00%)	Valore a Rischio ex post (**) (VaR base 5 anni, livello di confidenza 99%) (00,00%)
3,49%	3,03%	5,15%

La Tabella seguente riporta l'analisi per quartile<sup>77</sup> della deviazione standard, del VaR su base 5 anni con livello di confidenza 95 per cento e del VaR su base 5 anni con livello di confidenza 99 per cento. Dall'analisi dell'ultimo quartile (valore massimo) 2 Casse hanno

<sup>74</sup> In particolare, nel questionario è stata richiesta la deviazione standard 5 anni, da calcolarsi utilizzando i rendimenti complessivi al *fair value* su base mensile realizzati nel periodo gennaio 2019 – dicembre 2023 (*performance* storica con 60 rilevazioni mensili).

<sup>75</sup> In particolare, nel questionario è stato richiesto il Valore a Rischio ex post, da calcolarsi su base storica, utilizzando i rendimenti complessivi al *fair value* su base mensile realizzati nel periodo gennaio 2019 – dicembre 2023 (*performance* storica con 60 rilevazioni mensili).

<sup>76</sup> Una possibile spiegazione circa il fatto che la deviazione standard (costituita da un insieme di rilevazioni) sia superiore al VaR base 5 anni, livello di confidenza 95% (unico punto/rilevazione) potrebbe dipendere dal ribilanciamento del portafoglio, avvenuto nel periodo 2022-2023, verso strumenti obbligazionari (in particolare titoli di Stato) che hanno conseguentemente ridotto il rischio complessivo del portafoglio.

<sup>77</sup> Valore minimo; primo quartile (25° percentile); valore mediano (50° percentile); terzo quartile (75° percentile); valore massimo.

registrato i valori massimi (una 2 e l'altra 1) assumendosi, pertanto, i maggiori rischi di portafoglio.

	Deviazione Standard 5 anni (00,00%) (*)	Valore a Rischio ex post (**) (VaR base 5 anni, livello di confidenza 95%) (00,00%)	Valore a Rischio ex post (**) (VaR base 5 anni, livello di confidenza 99%) (00,00%)
Valore minimo	1,00%	1,31%	1,88%
Primo quartile (25° percentile)	1,95%	1,71%	3,04%
Valore mediano (50° percentile)	3,56%	2,28%	3,79%
Terzo quartile (75° percentile)	4,60%	4,02%	6,34%
Valore massimo	6,42%	9,37%	14,29%

L'indagine ha anche evidenziato che nel caso di investimenti alternativi - tali OICR prevedono generalmente il calcolo del valore delle quote e/o azioni con periodicità semestrale ovvero annuale - i *risk manager/advisor* utilizzano indici *proxy*<sup>78</sup> per il calcolo periodico (ad esempio su base settimanale omensile) del rendimento e del rischio di portafoglio delle Casse. L'utilizzo di un *benchmark*, nella valutazione dei risultati ottenuti dalla gestione, quale *proxy* di un titolo opaniere di titoli molto ristretto/concentrato solleva profili di attenzione circa l'effettiva capacità dell'indice di rappresentare adeguatamente/essere coerente con l'*asset class* oggetto di investimento.

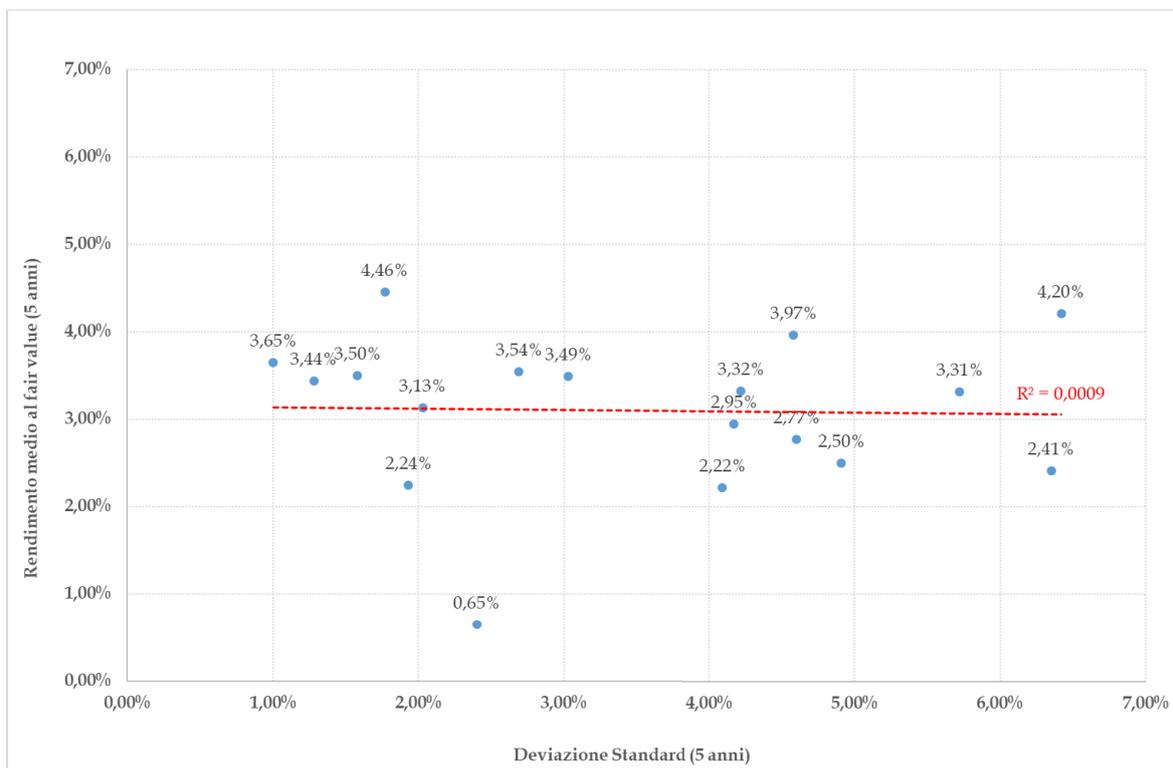
Analizzando il portafoglio finanziario delle Casse in termini di rischio-rendimento emerge che non sussiste una relazione lineare tra i rendimenti medi realizzati al *fair value* nel periodo 2019-2023 e la deviazione standard calcolata nel medesimo periodo ( $R^2$  assume valori prossimi allo zero). In termini generali all'aumentare del profilo di rischio dovrebbe aumentare anche il rendimento.

Dall'analisi svolte emerge che alcune Casse hanno ottenuto una migliore combinazione del binomio rischio-rendimento ottenendo i rendimenti migliori e minimizzando il rischio. Altre Casse, invece, pur assumendosi un livello di rischio di

<sup>78</sup> Si evidenzia che l'obiettivo del *benchmark* è quello di offrire uno strumento utile (un indice "oggettivo" di riferimento) per valutare l'andamento/rendimento tipico di un mercato.

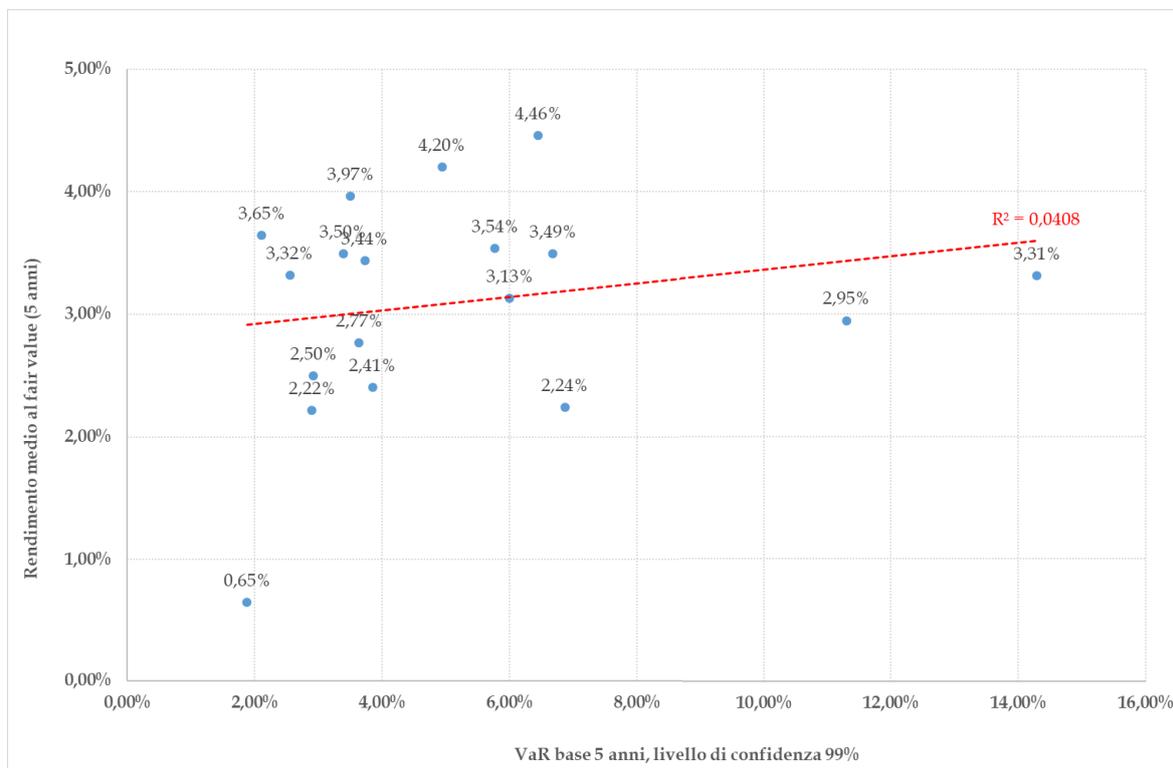
portafoglio molto elevato (crescente al crescere della deviazione standard) hanno ottenuto rendimenti non adeguati rispetto al rischio assunto.

Si riporta di seguito un grafico sul posizionamento in termini di binomio rischio-rendimento del portafoglio delle 18 gestioni considerate.



Il grafico seguente riporta, invece, il posizionamento in termini del binomio VaR su base 5 anni con livello di confidenza 99 per cento-rendimento del portafoglio delle 18 gestioni considerate.

Anche tale analisi conferma che alcune Casse, pur assumendosi un livello di rischio di portafoglio molto elevato (crescente al crescere del VaR) hanno ottenuto rendimenti non adeguati rispetto al rischio assunto (anche in questo caso  $R^2$  assume valori prossimi allo zero).



In tema di monitoraggio delle *performance* potrebbe essere utile anche il confronto tra il rendimento realizzato dalle Casse (rendimento contabile lordo e rendimento al *fair value*), il rendimento dei BTP (a 10 anni e a 30 anni), il PIL Italia e l’Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) in Italia.

La durata del BTP a 30 anni è coerente con l’orizzonte di lungo periodo di un neo-iscritto a forme di previdenza obbligatoria.

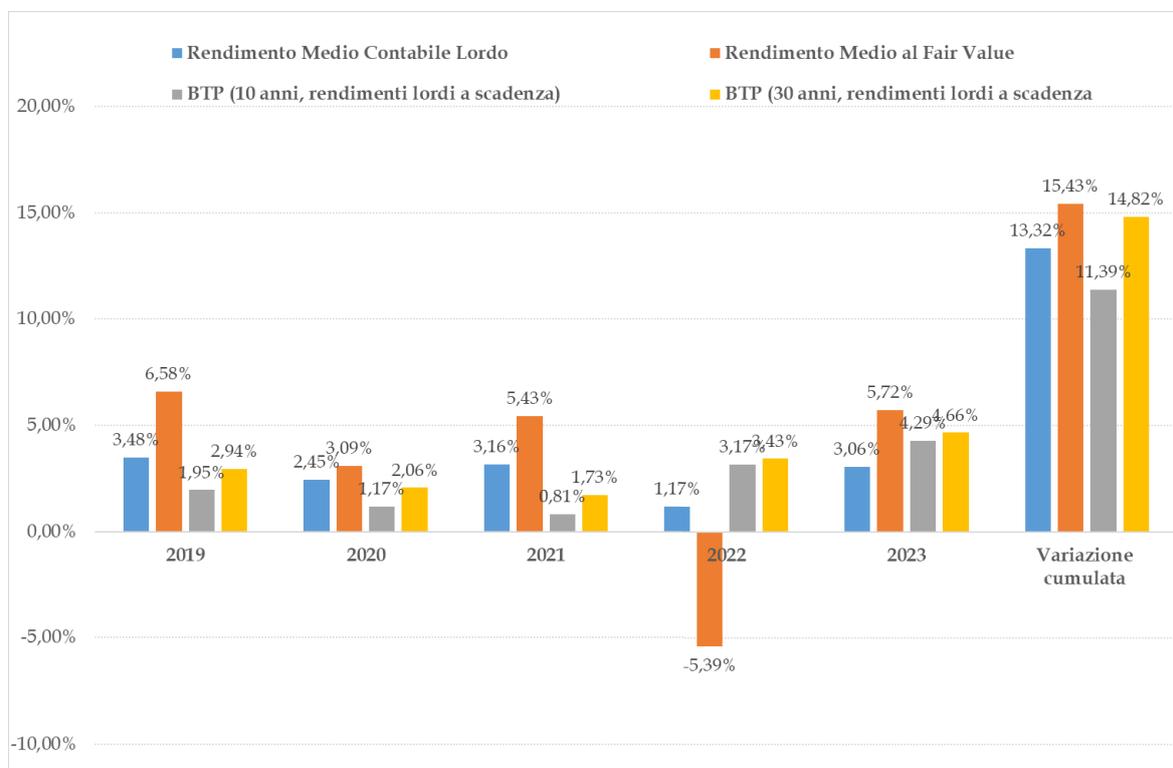
Dall’analisi della tabella seguente emerge che i rendimenti cumulati dei BTP (30 anni, rendimenti lordi a scadenza) pari al 14,82 per cento sono superiori ai rendimenti cumulati medi contabili lordi realizzati dalle Casse (pari al 13,32 per cento) e inferiori ai rendimenti cumulati medi al *fair value* (pari al 15,43 per cento).

In termini reali, i rendimenti cumulati medi contabili lordi (13,32 per cento) e i rendimenti cumulati medi al *fair value* (15,42 per cento) sono inferiori alla cumulata dell’Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) in Italia (parametro quest’ultimo utile ad analizzare il rendimento reale della ricchezza accumulata nel tempo) pari al 17 per cento. Si riporta di seguito una tabella di sintesi.

	2019	2020	2021	2022	2023	Variazione media	Variazione cumulata
Rendimento Medio Contabile Lordo	3,48%	2,45%	3,16%	1,17%	3,06%	2,66%	13,32%
Rendimento Medio al Fair Value	6,58%	3,09%	5,43%	-5,39%	5,72%	3,09%	15,43%
BTP (10 anni, rendimenti lordi a scadenza)*	1,95%	1,17%	0,81%	3,17%	4,29%	2,28%	11,39%
BTP (30 anni, rendimenti lordi a scadenza)*	2,94%	2,06%	1,73%	3,43%	4,66%	2,96%	14,82%
PIL Italia*	0,50%	-8,90%	8,90%	4,80%	0,70%	1,20%	6,00%
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) Italia*	0,60%	-0,10%	1,90%	8,70%	5,90%	3,40%	17,00%

\* Fonte: Banca d'Italia - L'Economia italiana in breve (pubblicazioni 04/2025, 12/2024, 12/2023, 12/2022, 12/2021)

Il grafico seguente riporta, invece, il trend nel periodo 2019-2023 del rendimento realizzato dalle Casse (rendimento contabile lordo e rendimento al *fair value*) e del rendimento dei BTP (a 10 anni e a 30 anni).



In materia, occorre evidenziare che le varie componenti di costo di un OICR concorrono a determinare il rendimento di tale prodotto e, in ragione di ciò, risultano fondamentali tanto per la scelta del comparto, quanto per quella delle relative classi di quote o azioni.

Un risultato negativo dell'investimento o, più semplicemente, distante dalle aspettative dell'investitore, se non è conseguenza dei rischi presi in considerazione all'atto della sottoscrizione, potrebbe dipendere da un'errata valutazione delle componenti di costo dell'OICR.

Particolare rilievo assumono pertanto le classi di quote o azioni di OICR ossia le articolazioni dei prodotti della gestione collettiva del risparmio attraverso le quali si determinano differenti modalità di partecipazione degli investitori al medesimo fondo/Sicav (ad esempio, le modalità di pagamento delle commissioni, l'ammontare minimo di investimento richiesto, le differenti categorie di investitori, *institutional* o *retail*, ecc.).

È evidente che le classi, caratterizzate da strutture commissionali più onerose, riducono la redditività per le Casse e, pertanto, non risultano "indifferenti" per la platea degli iscritti.

Dal 27 marzo 2024 sono entrate poi in vigore le novità apportate dalla legge 5 marzo 2024, n. 21 (cd. "legge capitali"), che, tra l'altro, ha modificato l'articolo 6, comma 2-*quater*, lettera d), numero 1), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), al fine di includere nella definizione di "controparti qualificate" anche gli enti previdenziali privati e privatizzati ai fini della prestazione dei servizi di investimento.

Si tratta di una modifica rilevante in quanto a partire da tale data i suddetti soggetti, tra cui rientrano, per esempio, le Casse di previdenza, non sono più classificabili ai fini MiFID come "clienti al dettaglio" - da sottoporre eventualmente alla procedura/verifica dei requisiti per il passaggio allo *status* di "clienti professionali su richiesta" -, bensì sono direttamente classificabili come "clienti professionali di diritto", riconoscendone le conoscenze ed esperienze di mercato per poter valutare in maniera adeguata i propri investimenti.

Ciò comporta che le Casse hanno la possibilità, o meglio il dovere, di sottoscrivere le classi caratterizzate da strutture commissionali meno onerose (tra cui, ad esempio, le classi istituzionali).

## 2.5 CONCLUSIONI SULLE CASSE DI PREVIDENZA

Le evidenze emerse nel corso dell'indagine supportano l'ipotesi che esistano margini di miglioramento delle soluzioni organizzativo-procedurali adottate dalle Casse nonché

delle loro attività di investimento, anche al fine di perseguire il miglior interesse degli iscritti.

In alcuni casi potrebbero essere adottate procedure più adeguate, anche a legislazione vigente; in altri casi, invece, potrebbe risultare necessario un intervento normativo. Qui di seguito – senza la pretesa di prefigurare una lista completa di soluzioni definitive – si indicano le principali aree di possibile intervento.

- Mancano, ad oggi, previsioni normative in tema di requisiti di onorabilità, di professionalità e di indipendenza nonché in materia di meccanismi elettorali, di numero e di durata dei mandati. In particolare, l'appartenenza degli organi di vertice delle Casse alle specifiche professioni cui sono legati i singoli enti può comportare in determinati casi l'assenza di una formazione professionale specifica nelle materie economiche, statistiche e giuridiche, presupposto necessario per l'efficace espletamento dell'incarico secondo professionalità, competenza e correttezza. Sembrerebbe, pertanto, opportuno introdurre regole più chiare e stringenti, prevedendo un necessario "bilanciamento" tra vincoli alle politiche di investimento delle Casse (si è in attesa dal 2012 del decreto MEF sugli investimenti) e l'adeguatezza della *corporate governance* degli Enti. La frammentazione esistente fra le diverse strutture di governo societario e gli eterogenei regimi contributivi andrebbe ridotta, e per rendere più omogeneo il primo pilastro fornito dalle Casse professionali e anche per favorire possibili forme di aggregazione.
- Dall'analisi delle strutture organizzative, ed in particolar modo degli uffici/strutture che si occupano delle attività di gestione e di controllo degli investimenti, emerge che, a livello aggregato, le Casse impiegano mediamente 11 risorse umane nell'Area Patrimonio (pari al 10 per cento della dotazione complessiva di personale). In termini di *Asset Under Management (AUM)*, dalle analisi svolte – sempre a livello aggregato – emerge che le 11 risorse umane gestiscono/monitorano, a livello di singola risorsa umana, investimenti pari in media a circa 0,54 miliardi di euro. Tale aspetto pone profili di attenzione circa l'effettiva capacità dell'Ente di monitorare in maniera efficace ed efficiente il portafoglio investimenti riuscendo, pertanto, ad ottimizzare il binomio rischio-rendimenti.
- Nell'attività di investimento delle Casse si registra un forte coinvolgimento degli *advisor*. Tale coinvolgimento, dovrebbe peraltro supportare le Casse nella definizione di politiche di investimento che tengano conto delle differenti specificità delle platee di riferimento, che pure esistono, essendo correlate a diverse categorie di professionisti. Tuttavia dall'indagine è emersa una certa omogeneità delle politiche di investimento, che sembra quindi non essere in linea con tale premessa. Inoltre, nella comparazione delle politiche di investimento delle diverse Casse, si è riscontrata l'assenza (cfr. grafici a pag. 60 e 61) di una diretta relazione tra rischi e rendimenti. Inoltre, nel periodo considerato risulta che la sommatoria dei saldi

previdenziali e assistenziali (pari a 21,89 miliardi di euro) è prossima alla sommatoria dei risultati di esercizio (pari a 21,92 miliardi di euro). In conclusione, sembrerebbe opportuno rafforzare quantitativamente e qualitativamente le strutture interne delle Casse nonché la “robustezza” delle procedure secondo le quali le Casse interagiscono con gli *advisor*, al fine di gestire il rischio di eccessivo “affidamento”.

- Dall’analisi dell’informativa contabile delle Casse emergono significativi profili di attenzione sulle seguenti aree: i) gestione del portafoglio immobiliare (bassa redditività) e crediti verso inquilini (morosità); ii) crediti contributivi nei confronti degli iscritti (*stock* significativo), meccanismi di recupero e mancata iscrizione di adeguati fondi di svalutazione crediti; iii) spese sostenute per il contenzioso (rischio di antieconomicità del giudizio promosso); iv) componenti di costo degli strumenti finanziari acquistati. In materia, si dovrebbe semplificare e razionalizzare il sistema dei controlli attualmente in essere al fine di armonizzare la vigilanza ed evitare duplicazioni di attività, dispersione di dati e sovrapposizione di scadenze.
- Dall’indagine è emersa la presenza di OICR dedicati alla singola Cassa (sottoscrittore al 100 per cento) nonché la presenza di un *asset manager* (controllato al 100 per cento) all’interno di una Cassa. Ciò solleva profili di attenzione sulla complessiva operatività di tali intermediari/strumenti, soprattutto con riferimento ai costi, agli aspetti remunerativi del *management* e alla gestione di possibili conflitti di interesse. Riflessioni ulteriori e in termini più generali, meriterebbero poi i “compensi” (gettoni di presenza) percepiti dai soggetti (frequentemente i componenti del Consiglio dei delegati/C.d.A.) indicati dagli Enti per la partecipazione negli *Advisory board*/comitati consultivi degli OICR Alternativi.
- Con specifico riferimento ai Bilanci tecnici, si registrano “ritardi” di circa un anno tra la loro redazione/approvazione e il relativo periodo di riferimento. Ciò determina che le elaborazioni effettuate e le proiezioni contenute nei Bilanci tecnici, e disponibili, tempo per tempo, hanno un *gap* temporale di circa quattro anni rispetto all’effettivo andamento/situazione degli iscritti/pensionati (per ogni categoria di riferimento). Sarebbe necessario ridurre tale *gap* temporale e incentivare la predisposizione di Bilanci tecnici specifici (oltre che *standard*). Documenti, quest’ultimi, fondamentali per definire l’ALM, da cui poi discendono l’AAS e l’AAT.
- Gli investimenti in OICVM nonché in OICR Alternativi sono realizzati in maniera molto significativa attraverso l’utilizzo di strumenti finanziari di diritto estero. Occorre riflettere sia sulle “effettive” differenze in termini di rapporto rischio/rendimento tra gli strumenti nazionali e non nazionali sia sulla “capacità” dell’industria dell’*asset management* nazionale di far fronte e assistere le esigenze di investimento di investitori istituzionali come le Casse previdenziali.
- Sugli aspetti contabili, un controllo esterno al quale sono sottoposti gli Enti previdenziali privati è quello svolto dalle società di revisione che certificano la corretta redazione delle scritture contabili di rendicontazione (art. 2, comma 3, del

d.lgs. n. 509/1994). In materia, sarebbe opportuno estendere agli enti di previdenza l'applicazione delle più stringenti disposizioni previste dal d.lgs. n. 39/2010 in materia di "revisione legale" in linea con quanto già previsto per le associazioni e le fondazioni del Terzo settore.

In conclusione, la sostenibilità di lungo termine delle Casse previdenziali dipende da una pluralità di fattori, riconducibili essenzialmente all'andamento del saldo della gestione (somma dei saldi di previdenza e di assistenza) e al rendimento del patrimonio accumulato.

Sull'andamento della gestione previdenziale, espresso dal saldo per contributi e prestazioni, incidono i regimi contributivi e prestazionali, oltre che le caratteristiche reddituali e socio-demografiche dei diversi bacini di riferimento delle Casse di previdenza. Per quanto riguarda, invece, la redditività degli investimenti, particolare importanza rivestono le efficaci e consapevoli scelte di investimento nonché gli adeguati sistemi di *corporate governance*. In materia, occorrerebbe quindi rafforzare le forme di controllo e sulle modifiche degli statuti e dei regolamenti e sul profilo rischio-rendimento degli investimenti effettuati.

Concludendo, l'auspicio è che la presente Relazione risulti utile a stimolare il dibattito del Governo, del Parlamento e delle Istituzioni, anche per promuovere le opportune o necessarie iniziative di carattere normativo.

### 3. LE FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE

#### 3.1 PREMESSA

A differenza dei regimi previdenziali gestiti dalle Casse di previdenza, che hanno carattere obbligatorio e, nella maggior parte dei casi, sostitutivo della Assicurazione Generale Obbligatoria, la previdenza complementare ha carattere volontario ed è volta a garantire ai lavoratori una pensione integrativa rispetto a quella di base.

Essa si articola in un sistema di forme pensionistiche di natura privata ed è finanziata con un sistema a capitalizzazione: il gettito contributivo viene investito nel mercato dei capitali e la pensione integrativa è costituita dalla rendita ottenuta al termine della vita lavorativa<sup>79</sup>.

Quanto alle modalità di accesso, la previdenza complementare può essere collettiva (2° pilastro) ovvero individuale (3° pilastro). La previdenza complementare collettiva si realizza in particolare mediante l'adesione a fondi pensione negoziali o a fondi pensione aperti, mentre la previdenza complementare individuale si realizza mediante l'adesione a fondi pensione aperti<sup>80</sup> o a piani individuali pensionistici (PIP), istituiti da imprese di assicurazione.

Tali forme di previdenza, la cui disciplina è contenuta nel decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, e s.m.i., sono sottoposte alla vigilanza della Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP)<sup>81</sup>, autorità a sua volta vigilata dal Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali il quale esercita l'attività di "alta vigilanza" sul settore e determina, di concerto con il Ministero dell'Economia e delle Finanze, le linee di indirizzo in materia, mediante direttive rivolte alla COVIP medesima. Esse sono inoltre soggette al "controllo parlamentare" della Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale, il cui ambito di competenza ricomprende il "sistema previdenziale allargato"<sup>82</sup>.

---

<sup>79</sup> Si ricorda che durante il periodo di contribuzione alla previdenza complementare, nelle specifiche situazioni previste dalla legge, l'iscritto può prelevare dalla posizione individuale parte del risparmio previdenziale (a titolo di riscatto o di anticipazione).

<sup>80</sup> Si fa presente che un fondo aperto può prevedere, contemporaneamente, le due modalità di adesione, in forma collettiva (in qualità di appartenente a una determinata categoria di lavoratore dipendente) e individuale (in qualità di privato, indipendentemente dalla condizione lavorativa).

<sup>81</sup> La vigilanza della COVIP viene svolta anche sui PIP, ferme restando le competenze dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS) per i profili relativi alla stabilità delle imprese di assicurazione.

<sup>82</sup> Art. 1, comma 189, lettera b), della legge n. 147/2013 (legge di bilancio 2014). Si rinvia all'Appendice 1 per una descrizione sintetica del sistema di vigilanza pubblico sulle Casse di previdenza.

Sulla base dei dati della Relazione per l'anno 2023 della COVIP, alla fine di tale anno sono in essere 302 forme pensionistiche complementari, di cui: 33 fondi negoziali, 40 fondi aperti, 68 PIP ccdd. "nuovi"<sup>83</sup> e 161 fondi preesistenti<sup>84</sup> (più che dimezzati rispetto al 1999 e il cui numero è in riduzione anche nel 2024), per un totale di 9,6 milioni di iscritti (e 10,7 milioni di posizioni<sup>85</sup>), di cui 3,9 in fondi negoziali, 1,9 in fondi aperti, 3,9 ai PIP, oltre a 656 mila in fondi preesistenti.

Il risparmio previdenziale accumulato presso le forme pensionistiche complementari ammonta complessivamente a 224,4 miliardi di euro nel 2023, pari al 10,8 per cento del PIL. Si riscontra peraltro una tendenza di crescita degli iscritti e, conseguentemente, della raccolta presso tali forme previdenziali; una tendenza che trascende gli andamenti del ciclo economico e che risulta confermata anche dai dati del 2024<sup>86</sup>, che vedono oltre 447 mila posizioni e 18 miliardi di euro di raccolta in più rispetto all'anno precedente.

## 3.2 COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO

### 3.2.1 FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE: ASSET ALLOCATION

L'analisi della composizione degli investimenti delle forme di previdenza complementare è condotta sul totale delle risorse destinate alle prestazioni, al netto delle riserve matematiche presso le imprese di assicurazione che non possono essere considerate disponibili per l'investimento. Tali riserve nel 2023 erano pari a 35,6 miliardi di euro; si considera, dunque, un attivo netto pari a circa 189 miliardi di euro nel 2023. È peraltro opportuno considerare che le riserve tecniche costituiscono in ogni caso patrimonio destinato ai fini previdenziali da parte delle imprese di assicurazione.

Anche per le forme di previdenza complementare, l'analisi della composizione del patrimonio è stata effettuata avendo come riferimento le classi di attività individuate dalla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP). Si considerano, pertanto, le seguenti *asset class*: liquidità, titoli di Stato, altri titoli di debito, titoli di capitale, quote di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM), quote in altri Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), investimenti immobiliari diretti,

---

<sup>83</sup> Ovvero conformi al decreto legislativo n. 252/2005. Poiché non risultano più PIP non conformi a tale disciplina, si ometterà di specificare la dicitura «nuovi».

<sup>84</sup> Sono forme pensionistiche complementari così chiamate perché già istituite prima del decreto legislativo n. 124/1993 che ha introdotto per la prima volta una disciplina organica del settore.

<sup>85</sup> Si fa presente, infatti, che a un medesimo iscritto possono essere riferite più di una posizione previdenziale.

<sup>86</sup> I dati relativi all'anno 2024 sono tratti dalla memoria presentata dalla COVIP alla Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale in occasione dell'audizione del 10 aprile 2025.

partecipazioni in società immobiliari, polizze assicurative, nonché una categoria residuale di altre attività<sup>87</sup>.

I dati a livello di sistema mostrano come oltre metà dell'attivo netto (il 56 per cento) è investito in obbligazioni, dunque in titoli di Stato e altri titoli di debito; seguono i titoli di capitale, in cui è investito il 21,4 per cento dell'attivo, le quote di OICR per il 15,8 per cento dell'attivo (prevalentemente OICVM, per il 12,4 per cento e altri OICR per il restante 3,4 per cento) e le altre attività. La liquidità ammonta al 5 per cento. L'esposizione azionaria complessiva, che tiene conto anche delle azioni detenute mediante OICR e strumenti derivati, è pari al 28,8 per cento. Con riferimento sia ai titoli di debito che a quelli di capitale, risultano nettamente prevalenti i titoli scambiati sui mercati regolamentati.

Con riferimento agli investimenti in OICVM e altri OICR - in linea con quanto già evidenziato nella sezione relativa alle Casse di previdenza - emerge che gli stessi siano realizzati, nella maggior parte dei casi, attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari di diritto estero.

In materia, profili di attenzione emergono, da un lato, con riferimento alle "effettive" differenze in termini di rapporto rischio/rendimento tra gli strumenti nazionali e non nazionali e, dall'altro, quanto alla "capacità" dell'industria dell'*asset management* nazionale<sup>88</sup> di far fronte/assistere alle esigenze di investimento delle diverse forme di previdenza complementare.

Disaggregando gli investimenti sul piano delle categorie di investitori, oltre alla tripartizione dei fondi pensione in negoziali, aperti e preesistenti, si considera una bipartizione dei PIP, i quali sono distinti in contratti di assicurazione<sup>89</sup> sulla vita di ramo I (ccdd. "polizze tradizionali", in cui la rivalutazione della posizione individuale è collegata a una o più gestioni separate) e contratti di assicurazione sulla vita di ramo III (ccdd. "polizze *unit-linked*", in cui la rivalutazione della posizione individuale è collegata al valore di uno o più fondi detenuti dall'impresa di assicurazione ovvero a quello di quote di OICR);

---

<sup>87</sup> Tale categoria include anche gli strumenti derivati; per questo motivo, essa può assumere un valore negativo.

<sup>88</sup> Si ricorda che secondo l'ultimo rapporto *World's Top Asset Management Firms 2023* di ADV Ratings, i primi dieci gestori di fondi al mondo gestiscono un patrimonio di 44.000 miliardi di dollari, 8 dei primi 10 sono di origine statunitense. Nella citata classifica, i gestori italiani figurano al 47° posto (Generali Group) e al 62° (Intesa San Paolo). Gli *asset manager* di fatto sono i soggetti che definiscono e individuano le *asset class* su cui investire il patrimonio gestito.

<sup>89</sup> Per "ramo assicurativo" si intende la gestione della forma assicurativa corrispondente a un determinato rischio o a un gruppo di rischi tra loro simili, distinguendo il Ramo Vita e il Ramo Danni. All'interno del Ramo Vita vi sono in particolare le seguenti tipologie contrattuali: Ramo I - assicurazioni sulla durata della vita umana; Ramo II - assicurazioni di nuzialità e natalità; Ramo III - assicurazioni sulla vita connesse con fondi di investimento o indici; Ramo IV - assicurazioni malattia a lungo termine; Ramo V - operazioni di capitalizzazione; Ramo VI - gestione di fondi pensione.

la differente finalità assicurativa di tali strumenti incide infatti sulle modalità di investimento delle risorse per loro tramite raccolte.

L'attivo netto è dunque così ripartito: 67,9 miliardi investiti da fondi negoziali (il 35,9 per cento), 32,6 miliardi investiti da fondi aperti (il 17,3 per cento), 37,5 miliardi investiti da fondi preesistenti (il 19,8 per cento), 36,9 miliardi investiti da PIP di ramo I (il 19,5 per cento) e 14,1 miliardi investiti da PIP di ramo III (il 7,4 per cento).

Si riporta di seguito una tabella di sintesi sulla composizione degli strumenti di investimento per tipologia di forma previdenziale.

<b>Forme pensionistiche complementari. Composizione degli investimenti</b> (dati di fine 2023; importi in milioni di euro)												
	Fondi negoziali		Fondi aperti		Fondi preesistenti		PIP 'nuovi' Ramo I		PIP 'nuovi' Ramo III		Totale	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%
Depositi	5.219	7,7	1.435	4,4	1.816	4,8	616	1,7	369	2,6	9.455	5,0
Titoli di Stato	27.896	41,1	11.625	35,6	9.813	26,2	21.152	57,3	2.548	18,1	73.035	38,7
Altri titoli di debito	13.327	19,6	3.218	9,9	5.425	14,5	10.160	27,5	653	4,6	32.783	17,3
Titoli di capitale	16.147	23,8	9.573	29,3	8.610	23,0	752	2,0	5.423	38,5	40.505	21,4
OICVM	5.417	8,0	5.969	18,3	5.064	13,5	1.980	5,4	4.965	35,3	23.395	12,4
Altri OICR	1.454	2,1	288	0,9	3.024	8,1	1.644	4,5	-	-	6.410	3,4
Immobili	-	-	-	-	825	2,2	-	-	-	-	825	0,4
Part. in società immob.	-	-	-	-	212	0,6	-	-	-	-	212	0,1
Polizze	-	-	-	-	2.638	7,0	-	-	-	-	2.638	1,4
Altre att. e	-1.586	-2,3	510	1,6	69	0,2	586	1,6	119	0,8	-302	-0,2
<b>Totale</b>	<b>67.875</b>	<b>100,0</b>	<b>32.619</b>	<b>100,0</b>	<b>37.496</b>	<b>100,0</b>	<b>36.889</b>	<b>100,0</b>	<b>14.077</b>	<b>100,0</b>	<b>188.955</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>												
Esposizione		28,7		41,0		31,6		2,9		60,3		28,8

Il totale degli investimenti corrisponde all'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) per fondi negoziali, fondi aperti e fondi preesistenti, alle attività nette delle gestioni separate per i PIP di tipo tradizionale e al valore delle quote in essere per i PIP di tipo *unit linked*. Per i fondi pensione preesistenti, i dati si riferiscono ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione. L'esposizione azionaria comprende l'esposizione in titoli di capitale assunta per il tramite di OICR e strumenti derivati.

Fonte: Relazione depositata dalla COVIP in occasione dell'audizione del 10 aprile 2025 presso la Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale

Dall'analisi congiunta della disaggregazione per classi di investimento e per categorie di investitori, si osserva che l'esposizione obbligazionaria (titoli di Stato e altri titoli di debito) è massima per i PIP di ramo I, in cui i titoli di debito direttamente detenuti superano l'80 per cento su una media pari a poco più del 50 per cento, seguiti da quelli

detenuti dai fondi negoziali (pari a circa il 60 per cento), mentre l'esposizione azionaria<sup>90</sup> è massima (e pari al 60,3 per cento su una media del 28,8 per cento) per i PIP di ramo III, seguita da quella dei fondi aperti (pari al 41 per cento). L'esposizione azionaria è peraltro maggiore per i fondi preesistenti rispetto ai fondi negoziali (esse sono pari, rispettivamente, al 31,6 e al 28,7 per cento, valori comunque prossimi alla media del 28,8 per cento).

Si osserva dunque che i fondi negoziali adottano un approccio tendenzialmente più prudente rispetto a quello dei fondi aperti nonché dei fondi preesistenti. Per quanto riguarda i PIP, si osserva, invece, una maggiore polarizzazione tra ramo I e ramo III nella distribuzione dell'attivo tra esposizione azionaria e quella obbligazionaria, che si spiega con la differente finalità assicurativa cui essi rispondono.

Quanto alle voci di investimento meno consistenti, si nota una maggiore quota di risorse detenute sotto forma di liquidità da parte dei fondi negoziali (7,7 per cento su una media del 5). Vi sono, inoltre, alcune specificità per i fondi preesistenti, essendo le sole forme di previdenza complementare che detengono in portafoglio investimenti immobiliari in forma sia diretta che indiretta (pari rispettivamente al 2,2 e allo 0,6 per cento) nonché polizze assicurative (pari al 7 per cento).

### 3.2.2 LINEE DI INVESTIMENTO: ASSET ALLOCATION

La composizione degli investimenti delle forme di previdenza complementare riflette le scelte degli iscritti in termini di esposizione al rischio. Infatti, agli iscritti vengono generalmente offerte diverse linee di investimento, ciascuna caratterizzata da una diversa combinazione di rischio e rendimento atteso. Si usa pertanto distinguere tra forme previdenziali garantite, obbligazionarie, bilanciate e azionarie, in base al diverso peso dell'esposizione obbligazionaria e azionaria sul portafoglio complessivo.

Non tutti gli enti previdenziali offrono prodotti su tutte e quattro le linee di investimento: ad esempio, circa un terzo dei fondi negoziali non offre prodotti sui comparti azionari, mentre per quanto riguarda i fondi preesistenti, in genere non è nemmeno prevista un'offerta diversificata.

Si riporta di seguito una tabella di sintesi sulla composizione degli investimenti per tipologia di linea di investimento (garantite, obbligazionarie, bilanciate e azionarie).

---

<sup>90</sup> Si ricorda che l'esposizione azionaria comprende l'esposizione in titoli di capitale assunta per il tramite di OICR e strumenti derivati.

**Forme pensionistiche complementari. Composizione degli investimenti per tipologia di comparto**  
(dati di fine 2023; importi in milioni di euro; valori percentuali)

	GAR		OBB		BIL		AZN		Totale	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%
Depositi	2.333	4,5	1.409	5,3	2.989	5,7	908	4,5	7.640	5,1
Titoli di Stato	29.996	58,3	13.364	49,8	17.436	33,0	2.426	12,1	63.222	41,8
Altri titoli di debito	12.982	25,2	5.530	20,6	8.180	15,5	666	3,3	27.358	18,1
Titoli di capitale	1.126	2,2	5.292	19,7	13.711	26,0	11.765	58,5	31.895	21,1
OICVM	3.143	6,1	1.275	4,7	9.818	18,6	4.096	20,4	18.332	12,1
Altri OICR	1.848	3,6	262	1,0	1.111	2,1	163	0,8	3.385	2,2
Altre att. e pass.	7	...	-289	-1,1	-423	-0,8	91	0,5	-614	-0,4
<b>Totale investimenti</b>	<b>51.435</b>	<b>100</b>	<b>26.842</b>	<b>100</b>	<b>52.824</b>	<b>100</b>	<b>20.117</b>	<b>100</b>	<b>151.218</b>	<b>100</b>
<i>Per memoria:</i>										
Esposizione azionaria	1.836	3,6	6.032	22,5	18.631	35,3	15.735	78,2	42.234	27,9

Legenda: GAR=comparti garantiti; OBB= comparti obbligazionari; BIL=comparti bilanciati; AZN=comparti azionari.  
Sono inclusi nella tavola i comparti di: fondi negoziali, fondi aperti e PIP; sono esclusi i fondi preesistenti. L'esposizione azionaria comprende l'esposizione in titoli di capitale assunta per il tramite di OICR e strumenti derivati.

Fonte: Relazione depositata dalla COVIP in occasione dell'audizione del 10 aprile 2025 presso la Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale

Sulla base dei dati del 2023, si osserva che l'esposizione azionaria (pari in media al 27,9 per cento per tutte le forme di previdenza complementare considerate<sup>91</sup>) passa dal 78,2 per cento delle linee azionarie al 35,3 per cento delle linee bilanciate, al 22,5 per cento delle linee obbligazionarie e, infine, al 3,6 per cento delle linee garantite.

La possibilità per gli iscritti di calibrare il rapporto rischio-rendimento della propria forma previdenziale è coerente con il fatto che il rischio finanziario, in un sistema a capitalizzazione, è posto interamente a loro carico.

Tuttavia, occorre osservare i fondi pensione che intendono accogliere il TFR devono per legge istituire delle linee garantite, nelle quali, in virtù di un meccanismo di silenzio-assenso, sono collocati gli iscritti che non operino una scelta esplicita verso altre linee di investimento. Ciò comporta un'esposizione azionaria piuttosto contenuta da parte dei fondi pensione, con conseguenti riflessi sui rendimenti prodotti da tali investimenti di cui si tratterà nel paragrafo apposito.

Infatti, un incremento nell'esposizione azionaria dei portafogli delle forme previdenziali complementari appare in linea di principio coerente con l'orizzonte di medio-lungo periodo proprio degli investitori previdenziali; esso rappresenterebbe altresì un

<sup>91</sup> Si escludono i fondi preesistenti per i motivi appena descritti.

potenziale fattore di supporto dello sviluppo dell'economia reale nazionale. Ulteriori considerazioni al riguardo verranno rese nella sezione dedicata agli investimenti ccdd. "alternativi".

Si segnalano, infine, due ulteriori tendenze di fondo relative alle politiche di investimento delle forme di previdenza complementare, peraltro in parte condivise da quelle degli enti di previdenza obbligatoria. La prima è una tendenziale stabilità nella composizione dei portafogli nel corso degli ultimi anni, salva una riduzione dell'esposizione in titoli di Stato italiani a favore dei titoli esteri. La seconda riguarda, invece, il consolidamento della gestione indiretta come modalità di investimento preferita rispetto a quella dell'investimento diretto.

### 3.2.3 LOCALIZZAZIONE GEOGRAFICA DEGLI INVESTIMENTI

Dall'analisi della composizione degli investimenti si evince una forte diversificazione geografica da parte delle forme di previdenza complementare.

Gli investimenti cosiddetti domestici – ovvero in titoli (di debito e di capitale) di emittenti italiani, ivi inclusi quelli detenuti tramite quote di fondi di investimento, nonché in immobili (detenuti direttamente o indirettamente) siti nel territorio nazionale – sono pari a 36,6 miliardi di euro a fine 2023, il 19,4 per cento dell'attivo netto di 189 miliardi sopra considerato. Di questi, il 72,9 per cento è investito in titoli di Stato (per un ammontare di 26,7 miliardi di euro); invece, gli investimenti in titoli di debito e di capitale emessi da imprese italiane sono pari, rispettivamente, al 7,8 per cento (2,8 miliardi di euro) e al 4,7 per cento (1,7 miliardi di euro). Come già osservato, si registra una tendenziale diminuzione degli investimenti in titoli di Stato nazionali, in favore di titoli di Stato esteri; poiché l'esposizione in titoli di Stato costituisce la quota più rilevante degli investimenti domestici, ne consegue una diminuzione generalizzata degli investimenti in attività nazionali a favore di quelle estere.

Disaggregando l'analisi per le diverse forme di previdenza complementare, si nota che l'esposizione in Italia è massima per i PIP di ramo I (pari al 39,3 per cento del portafoglio, per la quasi totalità titoli di debito), mentre è su valori prossimi alla media nel caso dei fondi aperti (21,5 per cento del portafoglio, in prevalenza titoli di debito) ed è minore per i fondi negoziali e per i PIP di ramo III (pari, rispettivamente, all'11,1 e all'11,5 per cento del portafoglio, per la quasi totalità titoli di debito in entrambi i casi). L'esposizione massima in titoli di capitale italiani si ha nel caso dei fondi aperti, seppure su valori piuttosto contenuti (il 2,6 per cento del portafoglio).

Si riporta di seguito una tabella di sintesi sugli investimenti domestici delle forme di previdenza complementare.

Tav. 1.36

	2022		2023	
	Investimenti domestici	Per memoria: Totale	Investimenti domestici	Per memoria: Totale
	Importo	% Importo	Importo	% Importo
<b>Forme pensionistiche complementari – Investimenti domestici</b> (dati di fine anno; importi in milioni di euro; valori percentuali)				
<b>Attività</b>				
Titoli di Stato	26.125	15,4	63.107	37,1
Altri titoli di debito	2.587	1,5	29.683	17,5
Titoli di capitale	1.494	0,9	33.979	20,0
OICVM	1.749	1,0	20.378	12,0
Altri OICR	2.398	1,4	5.738	3,4
- di cui: fondi immobiliari	1.739	1,0	2.087	1,2
Immobili	896	0,5	896	0,5
Partecipazioni in soc. immob.	199	0,1	199	0,1
<b>Totale</b>	<b>35.448</b>	<b>20,8</b>	<b>153.981</b>	<b>90,6</b>
Liquidità			10.972	6,5
Polizze assicurative			2.599	1,5
Altre attività e passività			2.495	1,5
<b>Totale attività</b>			<b>170.048</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>				
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>2.834</b>	<b>1,7</b>	<b>3.182</b>	<b>1,9</b>
- immobili	896	0,5	896	0,5
- fondi immobiliari	1.739	1,0	2.087	1,2
- partecipazioni in soc. immob.	199	0,1	199	0,1
Per gli OICVM, l'individuazione della componente domestica è basata sui titoli a essi sottostanti ("Principio del <i>look-through</i> ", cfr. <i>Glossario</i> ). Per quanto riguarda i fondi immobiliari e gli altri OICR, tale individuazione è basata sulla domiciliazione in Italia dei fondi stessi.				

Fonte: COVIP - Relazione per l'anno 2023

Per quanto riguarda le altre aree geografiche, con riferimento ai titoli di debito, è preponderante l'esposizione verso governi e imprese di Paesi dell'area euro, seguiti da quelli degli Stati Uniti; quanto ai titoli di capitale, invece, risulta prevalente l'esposizione verso i titoli di imprese statunitensi e secondaria quella verso i Paesi dell'area euro. Risultano quindi minoritarie le quote investite negli altri Paesi dell'area OCSE nonché del tutto residuali gli investimenti nei Paesi extra-OCSE.

Si può ritenere che una delle ragioni per cui l'esposizione di fondi pensione e PIP in titoli di capitale domestici è particolarmente contenuta risiede nel basso peso che l'Italia ha nei *benchmark* di portafoglio relativi ai titoli di capitale, data l'esiguità del numero di imprese quotate nel nostro Paese. Di conseguenza, laddove viene adottato il mandato di gestione come modalità di investimento, poiché le società di gestione del risparmio (SGR) tendono a

fare riferimento a *benchmark* particolarmente diversificati, risulta una quota di investimenti in titoli di imprese nazionali relativamente più bassa rispetto a quanto avviene in altri Paesi. Questo fenomeno appare, invece, più contenuto per quanto riguarda i titoli di debito, essendo il peso dell'Italia – principalmente per quanto attiene ai titoli di Stato – più rilevante nei *benchmark* di riferimento.

### 3.2.4 INVESTIMENTI ALTERNATIVI E ESG

Nel corso degli ultimi anni le forme di previdenza complementare e, in particolare, i fondi negoziali hanno incrementato la quota di investimenti in titoli di debito e di capitale non quotati (rispettivamente, i cosiddetti investimenti in *private debt* e in *private equity*) nonché, più in generale, in strumenti illiquidi (ccdd. "investimenti alternativi", ovvero quelli con caratteristiche diverse rispetto agli investimenti tradizionali come azioni, obbligazioni e liquidità) in un'ottica di diversificazione del portafoglio, di incremento del rendimento atteso – pur in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, anche al fine di contenere i rischi di illiquidità intrinseci in tali strumenti – e di sostegno all'economia reale nazionale.

In particolare, le forme di previdenza complementare stanno aumentando l'esposizione nei cosiddetti fondi di investimento alternativi (FIA), principalmente di tipo mobiliare, sia mediante gestione diretta che indiretta. Sulla base dei dati del 2024, sono 24 su 33 i fondi pensione negoziali che hanno investimenti in FIA nei loro portafogli, per un peso complessivo di tali strumenti del 2,4 per cento; tale peso sale al 4,2 per cento se si considerano anche le risorse impegnate ma non ancora richiamate (per un totale di 3,16 miliardi di euro).

Nell'ambito degli investimenti alternativi, l'esposizione in Italia è pari al 27 per cento del totale. Tale dato risulta sensibilmente maggiore rispetto a quello medio complessivo (pari a circa il 19 per cento); peraltro, considerato il peso contenuto dei FIA nei portafogli dei fondi, il totale delle risorse gestite riferite a emittenti italiani è pari a circa mezzo miliardo di euro. Attualmente le principali iniziative (anche di natura consortile) a sostegno di investimenti alternativi sono concentrate in poche forme pensionistiche complementari.

Quanto invece agli aspetti legati alla sostenibilità, i dati forniti dalla COVIP mostrano che nel 2023 circa un quarto del campione esaminato dichiara di adottare politiche di investimento che promuovono i fattori di sostenibilità ESG (*Environment, Social, Governance*), mentre nessun operatore previdenziale intervistato ha dichiarato di perseguire specifici obiettivi di sostenibilità.

### 3.2.5 I RENDIMENTI

L'analisi dei rendimenti delle forme pensionistiche complementari è svolta sui dati COVIP di fine 2023<sup>92,93</sup>, che considerano l'intervallo 2013-2023. L'adozione di una prospettiva decennale è coerente con l'orizzonte temporale di medio-lungo periodo che tendenzialmente caratterizza gli investitori previdenziali e consente altresì di valutare in modo più compiuto la loro capacità di generare valore, indipendentemente dagli andamenti del ciclo economico, che impattano più sensibilmente sui rendimenti di breve periodo.

La redditività degli investimenti è strettamente correlata alla composizione degli stessi, motivo per cui essa va esaminata non soltanto a livello di categorie di investitori ma anche di singoli comparti, tenuto conto altresì che il rendimento è una sola delle componenti del binomio rischio-rendimento. Tuttavia, diversamente dalla sezione relativa alle Casse di previdenza, in questo capitolo verrà svolta un'analisi limitata ai rendimenti e non anche ai rischi. Ciò in quanto l'ampio numero delle forme di previdenza complementare, nonché la loro eterogeneità, non ha reso possibile alla Commissione l'acquisizione degli specifici dati necessari. L'indagine ha anche posto in evidenza che la pubblicazione annuale della COVIP "*Casse di previdenza - Gli investimenti: dimensioni e composizione*" non riporta analisi/indicatori di rischio di portafoglio delle diverse forme di previdenza complementare.

Occorre inoltre premettere che, diversamente dalla contribuzione di primo pilastro, la cui rivalutazione avviene tipicamente sulla base della media quinquennale del tasso di crescita del PIL, per quella di secondo e terzo pilastro, che si inserisce in un sistema a capitalizzazione, la rivalutazione avviene sulla base dei rendimenti realizzati in funzione degli andamenti dei mercati e della tipologia degli strumenti finanziari acquistati.

In questo caso, il *benchmark* che viene generalmente adottato per valutare la redditività delle forme pensionistiche complementari è il tasso di rivalutazione del TFR; infatti, ai lavoratori dipendenti del settore privato è data la possibilità di scegliere se destinare il loro TFR maturando in azienda<sup>94</sup>, e vederlo rivalutato al tasso legale<sup>95</sup>, oppure di versarlo nella previdenza complementare. Ulteriori valutazioni in merito alla redditività riguardano il differente regime fiscale applicato, tendenzialmente più favorevole nel caso

---

<sup>92</sup> Cfr. *La previdenza complementare. Principali dati statistici*. COVIP, dicembre 2023.

<sup>93</sup> Le integrazioni relative al 2024 si basano sulla memoria presentata dalla COVIP alla Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale in occasione dell'audizione del 10 aprile 2025.

<sup>94</sup> Ovvero presso il Fondo di Tesoreria dell'INPS nel caso di aziende con oltre 50 dipendenti.

<sup>95</sup> Pari all'1,5 per cento, più il 75 per cento dell'inflazione annua.

della previdenza complementare<sup>96</sup>, nonché i costi<sup>97</sup> sostenuti per le gestioni di mercato; tali costi sono posti a carico dell'ente previdenziale nel primo pilastro, trattandosi di un sistema a ripartizione, mentre gravano sull'iscritto nelle forme complementari di secondo e terzo pilastro, dove peraltro risultano differenziati tra loro, sulla base alle caratteristiche della forma scelta. Per questo motivo, i dati forniti dalla COVIP considerano i rendimenti al netto di tali costi, nonché dell'imposizione sostitutiva. Si evidenzia altresì che i rendimenti di seguito riportati sono rendimenti al *fair value*<sup>98</sup> (il rendimento realizzato/effettivo per il partecipante alle diverse forme di previdenza complementare si avrà solamente al momento del pensionamento). Nell'indagine vengono, pertanto, confrontati rendimenti "impliciti" (al *fair value*) – come pubblicati dalla stessa COVIP - *versus* rendimenti "effettivi" del TFR.

La principale evidenza che emerge dall'analisi dei rendimenti decennali è che il *benchmark* del tasso di rivalutazione del TFR viene superato (di circa due punti percentuali) soltanto dai comparti azionari delle forme pensionistiche complementari; esso viene pressoché eguagliato nel caso dei comparti bilanciati e obbligazionari ccdd. "misti"<sup>99</sup> dei fondi pensione (non anche da quelli dei PIP), mentre non viene raggiunto dai comparti garantiti e da quelli obbligazionari ccdd. "puri".

Si osserva, peraltro, che, grazie a una fase congiunturale favorevole sui mercati finanziari, sia nel 2023 che nel 2024 i rendimenti annuali sono risultati superiori al *benchmark* in tutti i comparti, consentendo quindi di compensare la fase negativa successiva al periodo pandemico (al riguardo, si segnala che, considerando i rendimenti del precedente triennio 2020-2023, solo i comparti azionari dei PIP di ramo III hanno superato il tasso di rivalutazione del TFR, comunque influenzato dall'elevata inflazione).

Si riporta di seguito una tabella di sintesi sui rendimenti netti medi realizzati dalle forme pensionistiche complementari in diversi orizzonti temporali (un anno, 3 anni, 5 anni, 10 anni, 20 anni).

---

<sup>96</sup> Infatti, nella fase di contribuzione è prevista la deducibilità dal reddito imponibile fino all'importo massimo annuale di € 5.164,57; nella fase di erogazione delle prestazioni è inoltre prevista un'aliquota agevolata che varia dal 15 al 9 per cento in base alla durata della permanenza in tali forme.

<sup>97</sup> In particolare, su un periodo di partecipazione di 35 anni, un minor costo annuo dell'1 per cento si traduce in una prestazione finale più alta del 18-20 per cento.

<sup>98</sup> L'analisi del rendimento al *fair value* tiene conto della valutazione complessiva del patrimonio effettuata sulla base dei valori di quotazione e dei NAV comunicati tempo per tempo dalle diverse controparti (generalmente gli *asset manager*).

<sup>99</sup> Ovvero per i quali è consentita un'esposizione azionaria fino al 30 per cento del portafoglio, laddove per quelli ccdd. «puri» è esclusa la presenza di azioni; nei comparti azionari l'esposizione azionaria deve essere invece superiore al 50 per cento, mentre tutte le altre fattispecie sono considerate «bilanciate».

Tav. 1.54

<b>Forme pensionistiche complementari – Rendimenti netti medi annui</b> (valori percentuali)					
	<b>31.12.2022- 31.12.2023</b>	<b>31.12.2020- 31.12. 2023</b>	<b>31.12.2018- 31.12. 2023</b>	<b>31.12.2013- 31.12. 2023</b>	<b>31.12.2003- 31.12. 2023</b>
	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	20 anni
<b>Fondi negoziali</b>					
Garantiti	4,2	-0,6	0,2	0,8	-
Obbligazionari puri	3,0	-0,3	0,1	0,2	1,1
Obbligazionari misti	7,2	0,4	2,4	2,6	3,2
Bilanciati	6,9	0,2	2,5	2,7	3,3
Azionari	10,2	2,5	5,0	4,4	4,3
<i>Rendimento generale</i>	<i>6,7</i>	<i>0,3</i>	<i>2,2</i>	<i>2,4</i>	<i>3,0</i>
<b>Fondi aperti</b>					
Garantiti	4,6	-1,0	0,2	0,5	1,5
Obbligazionari puri	4,4	-2,9	-0,6	0,5	1,6
Obbligazionari misti	4,4	-0,9	0,5	1,2	2,1
Bilanciati	8,3	0,8	3,0	2,9	3,1
Azionari	11,3	3,8	5,9	4,5	3,9
<i>Rendimento generale</i>	<i>7,9</i>	<i>0,8</i>	<i>2,7</i>	<i>2,5</i>	<i>2,8</i>
<b>PIP “nuovi”</b>					
<b>Gestioni separate</b>	1,3	1,2	1,3	1,8	-
<b>Unit linked</b>					
Obbligazionari	2,9	-1,1	-0,1	0,2	-
Bilanciati	7,1	0,3	2,2	1,9	-
Azionari	11,5	4,8	6,2	4,2	-
<i>Rendimento generale</i>	<i>8,4</i>	<i>2,1</i>	<i>3,6</i>	<i>2,7</i>	-
<i>Per memoria:</i>					
Rivalutazione del TFR	1,6	4,5	3,2	2,4	2,5
Tasso di inflazione	0,6	5,1	3,1	1,7	1,8

I rendimenti sono al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva per tutte le forme pensionistiche incluse nella tavola; anche per il TFR la rivalutazione è al netto dell'imposta sostitutiva. I rendimenti dei PIP sono stati nettizzati sulla base dell'aliquota fiscale tempo per tempo vigente, secondo la metodologia di calcolo standardizzata definita dalla COVIP (cfr. Glossario, voce "Rendimenti netti dei PIP").

I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il meccanismo della garanzia.

Il tasso di inflazione corrisponde alla variazione annua dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI) calcolata rispetto al mese di dicembre dell'anno precedente.

Per periodi pluriennali sono riportate le medie annue composte.

Fonte: COVIP - Relazione per l'anno 2023

Più nel dettaglio, a fronte di un tasso medio di rivalutazione del TFR per il periodo 2013-2023 del 2,4 per cento (con un'inflazione media dell'1,7 per cento), i comparti azionari hanno reso (in termini netti) il 4,4 per cento nel caso dei fondi pensione negoziali, il 4,5 per cento nel caso dei fondi pensione aperti e il 4,2 per cento nel caso dei PIP di III ramo; i comparti bilanciati e quelli obbligazionari misti hanno reso, rispettivamente, il 2,7 e il 2,6 per cento nel caso dei fondi negoziali, l'1,2 e il 2,9 nel caso dei fondi aperti, mentre per i PIP

di III ramo, per cui si considera solo il comparto bilanciato, il rendimento è stato dell'1,9 per cento; i comparti garantiti e obbligazionari puri hanno avuto rendimenti netti inferiori all'1 per cento per tutte le categorie di soggetti; infine, quanto ai PIP di ramo I, il rendimento medio decennale è stato dell'1,8 per cento.

Passando all'esame della componente di costo, si segnala che l'Indicatore Sintetico dei Costi (ISC) elaborato dalla COVIP risulta pari, nel periodo 2013-2023, allo 0,50 per cento nel caso dei fondi negoziali, all'1,35 per cento nel caso dei fondi aperti e al 2,17 per cento nel caso dei PIP. All'entità dei costi contribuiscono diversi fattori, quali la dimensione dei soggetti investitori, che consente la creazione di economie di scala sui costi amministrativi, la remunerazione delle eventuali reti di collocamento e, nel caso dei PIP, la necessità di garantire una copertura ai rischi assicurativi.

L'indagine ha altresì evidenziato che l'indicatore sintetico dei costi (ISC) è calcolato secondo una metodologia definita dalla COVIP e che utilizza un tasso di rendimento annuo pari al 4 per cento; tasso quest'ultimo molto distante dai rendimenti pubblicati dalla stessa COVIP, ad esempio nell'ultimo decennio, con riferimento alle diverse forme di previdenza complementare.

Estendendo, infine, l'analisi ai costi applicati dalle altre forme di gestione del risparmio privato (ad esempio gli OICVM<sup>100</sup>) emerge che i costi dei fondi pensione aperti e dei PIP siano caratterizzati - pur avendo modelli gestionali analoghi (azionari, bilanciati, flessibili, ecc.) - da regimi commissionali più elevati.

### 3.3 CONCLUSIONI SULLE FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE

Alla fine del 2024 quasi il 37 per cento della forza lavoro risulta iscritta a forme di previdenza complementare. Si tratta di un dato rilevante, avuto riguardo all'importanza che riveste in Italia il pilastro della previdenza obbligatoria, con particolare riferimento alle aliquote di contribuzione.

Tuttavia, il completamento del passaggio al metodo di calcolo contributivo della pensione di primo pilastro, che pone un noto tema di adeguatezza delle prestazioni, suggerisce l'opportunità di un'ulteriore estensione degli altri pilastri, anche alla luce del fatto che i dati COVIP evidenziano rilevanti asimmetrie quanto alla distribuzione della "copertura" previdenziale delle varie categorie di lavoratori. Al riguardo, tali dati indicano che risultano inferiori i tassi di partecipazione delle donne, dei giovani e dei residenti nelle regioni centro-meridionali.

---

<sup>100</sup> I fondi UCITS, acronimo di "Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities" (in italiano OICVM, ossia Organismi d'Investimento Collettivo in Valori Mobiliari), sono fondi d'investimento e Sicav disciplinati a livello dell'Unione europea dalla Direttiva 2014/91/UE.

Nell'ottica di favorire un ulteriore incremento della partecipazione a forme di previdenza complementare, si segnalano due aspetti, evidenziati anche dalla COVIP.

Il primo riguarda la possibilità di prevedere un meccanismo di recupero della differenza positiva tra la soglia di deducibilità della contribuzione a tali forme pensionistiche e l'importo effettivamente portato in deduzione; ciò sarebbe un incentivo per coloro che, al momento dell'iscrizione, non dispongono di un reddito sufficiente per allocare oltre la soglia prevista (€ 5.164,57) a titolo di risparmio previdenziale, con la prospettiva di recuperare tali somme in momenti successivi della carriera lavorativa. Peraltro nel caso di soggetti fiscalmente a carico (in particolare i figli), tale limite di deduzione dovrebbe aumentare per tener conto del numero dei soggetti iscritti alla previdenza complementare in modo da incentivare la creazione di una prestazione pensionistica complementare adeguata. Infatti, in prospettiva, il tasso di sostituzione della previdenza obbligatoria – ossia il rapporto tra la prima rata annua di pensione e l'ultima retribuzione annua percepita – potrà raggiungere valori inferiori al 60 per cento, specie nel caso di carriere più discontinue.

In proposito, si segnala che la "riforma Dini" fissava nel 61,4% al lordo e nel 68% al netto dei contributi rispetto all'ultima retribuzione un tasso di sostituzione definito come "socialmente irrinunciabile"<sup>101</sup>.

Il secondo riguarda la fase di erogazione della rendita (al momento del pensionamento), per la quale l'ordinamento prevede il ruolo esclusivo delle assicurazioni e l'obbligo per il beneficiario di effettuare una scelta "secca" tra l'opzione della rendita vitalizia, con conseguente applicazione di opportune tabelle di conversione in rendita del montante accumulato, e quella del ritiro del capitale che, a seconda delle condizioni, può essere parziale o totale. L'indagine ha anche evidenziato che la durata delle convenzioni di assicurazione è generalmente di 3/5 anni e quindi inferiore alla durata del periodo di contribuzione (in media 25/30 anni). Tale *gap* temporale rende possibile, in danno dell'iscritto, il peggioramento delle condizioni economiche successivamente all'atto di adesione al fondo.

Si segnala che sono emerse altresì situazioni in cui le assicurazioni applicano coefficienti di trasformazione del capitale accumulato in rendita più "penalizzanti" rispetto a quelli utilizzati dall'INPS, nonché profili di attenzione in merito alla trasparenza e completezza degli applicativi *on-line*, predisposti dalle diverse forme di previdenza complementare, per la simulazione della prestazione pensionistica degli iscritti.

---

<sup>101</sup> Ciò sulla base di una "figura tipo" di lavoratore (62 anni di età, 37 anni di contribuzione, 2 per cento annuo di crescita della retribuzione) cui dovesse essere garantito un "grado di copertura" pari a quello assicurato dopo 20 anni di vigenza della "riforma Amato" a regime (ovvero ipotizzando un'aliquota contributiva del 33 per cento e un tasso di crescita del PIL dell'1,5 per cento annuo). Cfr. Relazione al ddl "Riforma del sistema pensionistico obbligatorio e complementare", presentato il 17 maggio 1995, in AC, XII Legislatura, n. 2549, pag. 6.

Per superare tali ingiustificate “rigidità” e costi per gli iscritti, risulterebbe opportuno introdurre la possibilità di programmare dei prelievi parziali di capitale in un orizzonte temporale definito (anche in 5/7 anni); ciò comporterebbe da un lato la permanenza di parte del capitale accumulato negli impieghi in cui è investito, e quindi la sua maggiore redditività, dall’altro potrebbe fungere da incentivo all’iscrizione annullando i significativi costi di caricamento applicati dalle assicurazioni al momento del pensionamento/erogazione della rendita.

In materia, si ravvisa l’opportunità di consentire direttamente al fondo pensione di erogare la prestazione pensionistica sotto forma di prelievi programmati (senza il coinvolgimento delle assicurazioni) in analogia con quanto avviene per la RITA (Rendita Integrativa Temporanea Anticipata), misura introdotta nel 2017. In particolare, la RITA consente - al ricorrere di determinati requisiti - di richiedere alla propria forma di previdenza complementare (ad esempio un Fondo Pensione o PIP) di ricevere in anticipo il capitale maturato, che viene rimborsato in rate a partire dall’accettazione della richiesta e fino al raggiungimento dell’età per la pensione di vecchiaia.

Passando all’analisi della redditività, si è visto che essa non risulta adeguata, in termini di superamento del *benchmark* della rivalutazione del TFR, per tutti i comparti delle forme di previdenza complementare. Pertanto, al fine di ottenere migliori risultati, potrebbe risultare opportuno superare il vigente meccanismo di silenzio-assenso in favore delle linee garantite, adottando un possibile approccio qualitativo al binomio rischio-rendimento, basato sui cosiddetti modelli di “*life-cycle*”. In particolare, in caso assenza di una scelta esplicita da parte dell’aderente, esso sarebbe collocato nei diversi comparti in maniera dinamica, esponendolo a maggiori rischi, in favore di maggiori rendimenti attesi, nelle fasi più lontane dall’età del pensionamento, in cui è possibile adottare un orizzonte di investimento di medio-lungo periodo, per poi passare a linee più prudenti all’approssimarsi della fase di erogazione delle prestazioni, in modo da mitigare altresì il rischio che la stessa erogazione risenta eccessivamente di fasi negative sui mercati finanziari. L’indagine ha altresì evidenziato che il meccanismo del “*life-cycle*”<sup>102</sup> nel definire l’esposizione alle diverse *asset class* non considera/cerca di prevedere la presenza o meno di bolle speculative sul mercato (strategie di *market timing*).

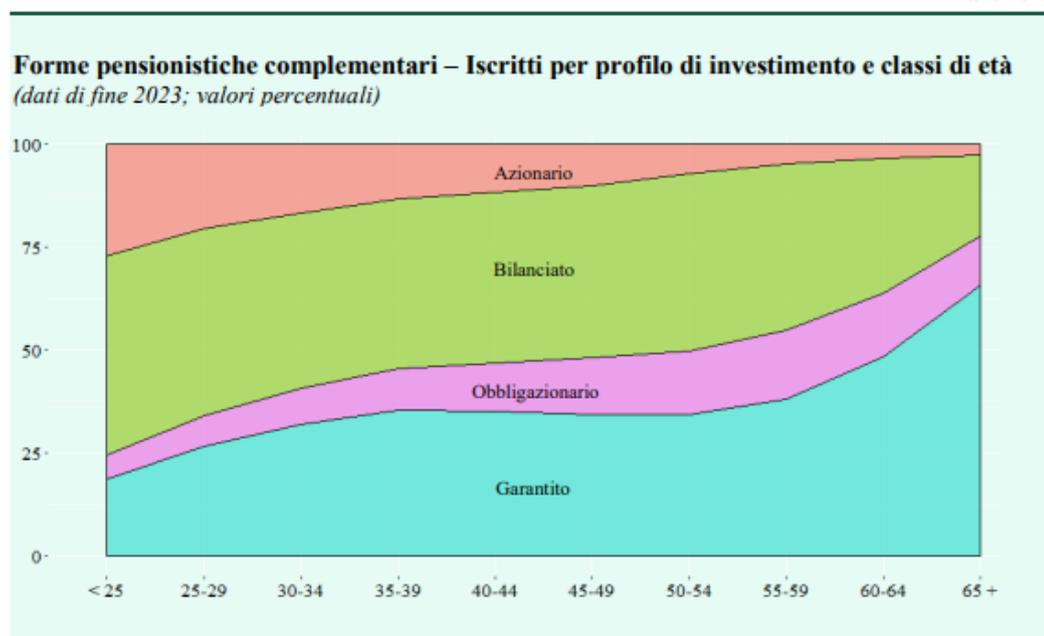
Si riporta di seguito una tabella di sintesi sulla distribuzione degli iscritti per profilo di investimento ed età. Dall’analisi della stessa emerge, a livello di sistema, una propensione maggiore per i profili azionari e bilanciati nelle classi di età molto giovani (fino a 29 anni); nelle fasce centrali (30-54 anni), dove si colloca la maggioranza degli iscritti, i profili a rischio più basso si mantengono su livelli tra il 45 e il 50 per cento, di cui i tre quarti costituiti da

---

<sup>102</sup> In particolare, tale modalità d’investimento rappresenta una sorta di “pilota automatico” che gradua progressivamente l’esposizione al rischio finanziario dell’investimento in rapporto all’aumentare dell’età del lavoratore.

garantiti. Sempre i comparti garantiti assumono via via un peso predominante a partire dai 55 anni.

Tav. 1.45



Fonte: COVIP - Relazione per l'anno 2023.

Tornando al tema dell'adeguatezza delle prestazioni, e quindi al necessario rafforzamento del ruolo della previdenza complementare, l'indagine ha altresì evidenziato, da un lato, l'importanza dell'educazione finanziaria/previdenziale e, dall'altro, la necessità di ridurre il contenzioso/liti tra le forme pensionistiche complementari e i singoli iscritti, pensionati e beneficiari.

Quanto al primo aspetto, la necessità di rafforzare l'educazione finanziaria ha assunto un certo rilievo nel dibattito istituzionale, nella consapevolezza che dalla stessa discende la qualità delle scelte economico-finanziarie dei cittadini. Infatti, in un sistema a capitalizzazione finanziaria il "quantum" pensionistico che si percepirà dipenderà dalla bontà delle decisioni che verranno assunte nel "durante", dal "quando" si aderisce, dall'entità dei contributi versati, dalla linea di investimento scelta. Aspetti, quest'ultimi, che richiedono scelte consapevoli per scegliere in modo informato il piano previdenziale più adatto.

La digitalizzazione e l'abbondanza di informazioni sugli investimenti disponibili *on-line* possono infatti sopraffare i lavoratori/investitori che non siano in grado di analizzarle e filtrarle, così come la facilità di accesso a una gamma di prodotti sempre più ampia può portare a scelte non adeguate. A ciò si aggiunga che, in un simile contesto, l'informazione finanziaria viene veicolata sempre più spesso dai cd. "finfluencer", ossia quegli *influencer* che,

attraverso i *social media*, sono in grado di incidere, più o meno profondamente, sulle decisioni di investimento dei propri *follower*.

In questo quadro è senz'altro fondamentale per i cittadini comprendere il funzionamento del sistema previdenziale obbligatorio (sistema a riparto, con regime contributivo), i metodi di calcolo delle prestazioni previdenziali, la disciplina fiscale, le opportunità e rischi delle diverse forme di previdenza complementare, ed altro, per assicurarsi, per il futuro, un livello adeguato di tutela pensionistica.

Allo stesso tempo, tuttavia, il *deficit* di cultura previdenziale non può essere la giustificazione per possibili condotte irregolari dei soggetti che curano l'adesione collettiva e/o individuale dei lavoratori (fase distributiva). Gli intermediari devono infatti sempre operare nell'interesse degli iscritti.

Si osserva, al riguardo, che dalla Relazione COVIP al 2023<sup>103</sup> emerge che i reclami pervenuti ai fondi sono stati 3.890 (in aumento di circa 300 unità rispetto al 2022). Sempre nel 2023, la COVIP ha ricevuto 452 esposti e ha gestito circa 2.100 contatti con il pubblico. Le segnalazioni riguardano in misura rilevante ipotesi di possibili violazioni di norme legislative, regolamentari e di autoregolamentazione.

Tuttavia, a legislazione vigente, la COVIP non ha il potere di dirimere eventuali liti tra le forme pensionistiche complementari e i singoli iscritti, pensionati e beneficiari. Essa può esaminare le situazioni portate alla sua attenzione, dalle quali possono emergere comportamenti irregolari o anomali, e valutare le iniziative di vigilanza da adottare per la tutela dell'interesse generale degli iscritti (non quindi dell'interesse particolare del singolo partecipante).

In tale quadro, sarebbe opportuno valutare la possibilità di rafforzare la tutela del risparmio previdenziale, istituendo presso la COVIP<sup>104</sup> un Organismo di risoluzione

---

<sup>103</sup> Cfr., in particolare, pagina 91 e seguenti.

<sup>104</sup> Si segnala che con esclusivo riferimento al Prodotto Pensionistico Individuale Paneuropeo (PEPP) il d.lgs. del 3 agosto 2022, n. 114, di attuazione del Regolamento (UE) 2019/1238 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 già consente alla COVIP di istituire un arbitro (tale delega non è stata esercitata). In particolare, l'art 17 prevede che "1. Fermo restando, con riferimento alla distribuzione di PEPP, quanto previsto dall'articolo 32-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e dall'articolo 187.1, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, i fornitori di PEPP aventi sede legale in Italia aderiscono a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie per la risoluzione delle controversie con la clientela aventi a oggetto diritti ed obblighi derivanti dal regolamento (UE) 2019/1238, nonché dal presente decreto e dal contratto, per i soggetti ivi considerati. 2. Ai sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie di cui al comma 1 possono aderire anche i soggetti nei cui confronti la COVIP esercita la propria attività di vigilanza ai sensi dell'articolo 19, comma 1, del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, per le controversie insorte con aderenti e beneficiari in merito all'applicazione della normativa in materia di previdenza complementare e ai relativi contratti. 3. La COVIP determina, con proprio regolamento, nel rispetto dei principi, delle procedure e dei requisiti di cui alla parte V, titolo II-bis, del decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206, i criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione delle controversie di cui a commi

stragiudiziale delle controversie, come in Banca d'Italia, in CONSOB e in IVASS, dove sono rispettivamente in essere l'ABF (Arbitro Bancario e Finanziario), l'ACF (Arbitro sulle Controversie Finanziarie) nonché l'istituendo Arbitro assicurativo.

L'Arbitro consentirebbe agli iscritti, pensionati e beneficiari, di ottenere una decisione sulla controversia in tempi rapidi, senza costi e senza obbligo di assistenza legale.

In conclusione, l'auspicio è che, anche con riferimento alle forme di previdenza complementare, la presente Relazione risulti utile a stimolare il dibattito del Governo, del Parlamento e delle Istituzioni, al fine di promuovere le opportune o necessarie iniziative, anche di carattere normativo.

---

*1 e 2, nonché i criteri di composizione dell'organo decidente, in modo che risulti assicurata l'imparzialità e indipendenza dello stesso. Le procedure devono in ogni caso assicurare la rapidità, l'economicità e l'effettività della tutela. Il Regolamento di cui al presente comma definisce anche gli importi posti a carico dei ricorrenti alle procedure medesime. 4. Per le controversie disciplinate dal regolamento di cui al comma 3, il ricorso al sistema di risoluzione delle controversie di cui ai commi 1 e 2 è alternativo all'esperimento della procedura prevista dall'articolo 5, comma 1, del decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28, e non pregiudica il ricorso ad ogni altro strumento di tutela previsto dall'ordinamento."*

**APPENDICE 1 - DESCRIZIONE SINTETICA DEL SISTEMA DI VIGILANZA PUBBLICO SULLE CASSE DI PREVIDENZA**

La Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale, istituita dall'art. 56 della legge 9 marzo 1989, n. 88<sup>105</sup>, esercita il controllo "parlamentare" sulla complessiva operatività degli Enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale, tra i quali rientrano, in primo luogo, gli enti privati di previdenza obbligatoria di cui al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e quelli di cui al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103 (Casse di previdenza).

In particolare, la Commissione esplica la propria attività di controllo principalmente attraverso l'esame dell'informativa contabile degli enti, procede all'audizione di rappresentanti degli stessi enti, nonché degli altri organi di vigilanza e di esperti del settore; può promuovere lo svolgimento di indagini conoscitive su specifici argomenti ovvero procedere all'acquisizione di dati e documenti. Come esito dell'attività, la Commissione approva relazioni, che, una volta trasmesse alle Presidenze delle Camere, vengono pubblicate, e può farsi promotrice delle iniziative parlamentari che ritenga opportune, anzitutto quelle di carattere legislativo.

La vigilanza governativa sulle Casse di previdenza, come delineata dai decreti legislativi n. 509/1994 e n. 103/1996, è esercitata prevalentemente dai Ministeri vigilanti:

---

<sup>105</sup> L'art. 56 della legge 9 marzo 1989, n. 88, s.m.i, prevede che:

*"1. Il controllo parlamentare sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale è esercitato da una Commissione parlamentare, composta da nove senatori e nove deputati nominati in rappresentanza e proporzionalmente ai vari gruppi parlamentari dai Presidenti delle due Camere.*

*2. La Commissione vigila:*

*a. sull'efficienza del servizio in relazione alle esigenze degli utenti, sull'equilibrio delle gestioni e sull'utilizzo dei fondi disponibili, anche con finalità di finanziamento e sostegno del settore pubblico e con riferimento all'intero settore previdenziale ed assistenziale;*

*b. sulla programmazione dell'attività degli enti e sui risultati di gestione in relazione alle esigenze dell'utenza;*

*c. sull'operatività delle leggi in materia previdenziale e sulla coerenza del sistema previdenziale allargato con le linee di sviluppo dell'economia nazionale.*

*3. Con relazione annuale, i presidenti degli enti di cui al comma 1 espongono la situazione dei rispettivi enti anche al fine di correlare l'attività gestionale degli enti medesimi con le linee di tendenza degli interventi legislativi.*

*4. La Commissione assume le funzioni svolte dalla Commissione parlamentare nominata ai sensi della legge 6 giugno 1973, n. 327, relativa alla vigilanza sugli istituti di previdenza.*

*5. La Commissione è costituita entro tre mesi dall'entrata in vigore della presente legge."*

L'art. 1, comma 253, della legge 23 dicembre 2014, n. 190 (legge di stabilità 2015) ha attribuito alla Commissione *"(...) le funzioni di vigilanza sulla gestione separata di cui al comma 8 del presente articolo relativamente ai profili di operazioni di finanziamento e sostegno del settore pubblico realizzate con riferimento all'intero settore previdenziale e assistenziale"*.

Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, Ministero dell'Economia e delle Finanze nonché, per alcuni Enti, Ministero della Giustizia.

Essa si configura, principalmente, come un'attività di tipo documentale, che si esplica attraverso:

- l'approvazione degli statuti e dei regolamenti (ad eccezione di quelli rientranti nella sfera di autonomia gestionale, organizzativa e contabile degli enti privati) e delle relative integrazioni e modificazioni, nonché delle delibere in materia di contributi e prestazioni, ai sensi dell'art. 3, comma 2, del d.lgs. n. 509/1994;
- la formulazione di motivati rilievi su: i bilanci preventivi e i conti consuntivi, le note di variazione al bilancio di previsione, i criteri di individuazione e di ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti e le delibere contenenti criteri direttivi generali, ai sensi dell'art. 3, comma 3, del d.lgs. n. 509/1994.

In caso di disavanzo economico-finanziario dell'Ente ovvero di gravi violazioni di legge, il Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, di concerto con il Ministero dell'Economia e delle Finanze, ha il potere di nominare un commissario straordinario per il ripristino dell'riequilibrio della gestione. In tale ambito, si inserisce anche il potere della Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale di segnalare ai Ministeri vigilanti le situazioni di disavanzo economico-finanziario di cui è venuta a conoscenza<sup>106</sup>.

Ulteriore controllo sull'attività degli enti privati di previdenza obbligatoria è quello cd. "di referto" esercitato dalla Corte dei Conti, la quale, ai sensi dell'art. 3, comma 5, del d.lgs. n. 509/1994, "esercita il controllo generale sulla gestione delle assicurazioni obbligatorie, per assicurare la legalità e l'efficacia, e riferisce annualmente al Parlamento". Si tratta quindi di un controllo a carattere generale inteso a garantire la legalità, l'economicità e l'efficacia delle gestioni delle assicurazioni previdenziali obbligatorie, che trova il suo fondamento proprio con riferimento alla privatizzazione gestionale di una finalità pubblica.

---

<sup>106</sup> In particolare, l'art. 2, comma 4 del decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509 prevede che: "In caso di disavanzo economico-finanziario, rilevato dai rendiconti annuali e confermato anche dal bilancio tecnico di cui al comma 2, con decreto del Ministro del lavoro e della previdenza sociale, di concerto con i Ministri di cui all'art. 3, comma 1, si provvede alla nomina di un commissario straordinario, il quale adotta i provvedimenti necessari per il riequilibrio della gestione. Sino al ristabilimento dell'equilibrio finanziario sono sospesi tutti i poteri degli organi di amministrazione delle associazioni e delle fondazioni. Ai fini dei provvedimenti di cui ai periodi precedenti la Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale segnala ai Ministeri vigilanti le situazioni di disavanzo economico-finanziario di cui è venuta a conoscenza nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo dei bilanci di tali enti ai sensi dell'articolo 56 della legge 9 marzo 1989, n. 88".

Diversa e ulteriore è la funzione di controllo esercitata dalla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP). L'art. 14 del d.l. 6 luglio 2011 n. 98<sup>107</sup> ha, infatti, ampliato le competenze inizialmente attribuite alla Commissione – riferite alla vigilanza sul risparmio previdenziale di natura complementare – attribuendole anche il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e alla composizione del patrimonio degli enti di diritto privato ex d.lgs. n. 509/1994 e n. 103/1996. Il Legislatore ha quindi inteso impegnare le competenze tecniche specialistiche proprie di un'Autorità già tenuta a esercitare la vigilanza sul risparmio previdenziale di natura complementare, anche al fine di esercitare un controllo sul risparmio previdenziale di base e di natura obbligatoria. L'attività di controllo, che riguarda anche la verifica della complessiva coerenza delle scelte operate dagli enti, con riguardo alla definizione della regolamentazione interna in materia di investimenti, può estrinsecarsi anche tramite ispezioni nonché la richiesta di produzione di atti e documenti ritenuti necessari.

Differente dalla vigilanza statale è la funzione di controllo interno, attribuita al Collegio dei sindaci, che svolge il cd. "controllo concomitante" durante le sedute degli organi dell'ente ed è abilitato ad acquisire e verificare qualsiasi atto o documento attinente alla gestione dell'ente stesso. Nello specifico, ai sensi dell'art. 20 del d.lgs. n. 123/2011, il Collegio dei sindaci è deputato a vigilare "sull'osservanza delle disposizioni di legge, regolamentari e statutarie", nonché "sull'adeguatezza della struttura organizzativa dell'ente e il rispetto dei principi di corretta amministrazione".

Va, infine, rilevato che un controllo esterno, di carattere privato, ma obbligatorio, è quello svolto dalle società di revisione, le quali certificano la corretta redazione delle scritture contabili di rendicontazione (art. 2, comma 3, del d.lgs. n. 509/1994).

---

<sup>107</sup> Il comma 1 dell'art. 14 del d.l. 6 luglio 2011 n. 98, prevede: "A decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto, nel rispetto di quanto previsto dall'articolo 8, comma 15, del decreto-legge 31 maggio 2010, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 2010, n. 122 alla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP) è attribuito il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio degli enti di diritto privato di cui al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103, che viene esercitato anche mediante ispezione presso gli stessi, richiedendo la produzione degli atti e documenti che ritenga necessari".

**APPENDICE 2 - CASSE DI PREVIDENZA: PRINCIPALI INFORMAZIONI CONTABILI**

<b>Totale attivo (00,00€)</b>				
<b>Cassa di previdenza</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2023</b>	<b>Variazione assoluta</b>	<b>Variazione %</b>
ENPAM	23.011.125.787	26.116.592.912	3.105.467.125	13,50%
CF	13.331.857.379	18.272.890.895	4.941.033.516	37,06%
INARCASSA	11.537.599.893	14.360.687.649	2.823.087.756	24,47%
CNPADC	9.311.002.976	12.348.555.240	3.037.552.264	32,62%
ENASARCO	7.840.276.191	8.766.607.759	926.331.568	11,82%
ENPAF	2.695.607.058	3.330.470.685	634.863.627	23,55%
CIPAG	2.524.994.427	2.840.441.369	315.446.942	12,49%
CNPR	2.536.443.755	2.803.530.695	267.086.940	10,53%
ENPAP	1.714.710.120	2.676.400.464	961.690.344	56,08%
ENPAIA - Gestione ordinaria e speciale	2.002.222.420	2.216.349.508	214.127.088	10,69%
EPPI	1.541.746.712	2.037.883.735	496.137.023	32,18%
CNN	1.603.713.662	1.863.715.406	260.001.744	16,21%
ENPACL	1.530.492.058	1.711.893.744	181.401.686	11,85%
ENPAPI	1.039.748.237	1.438.940.531	399.192.294	38,39%
EPAP	1.074.404.522	1.410.935.786	336.531.264	31,32%
ENPAV	869.788.308	1.240.595.252	370.806.944	42,63%
ENPAB	733.762.462	1.030.377.213	296.614.751	40,42%
FASC	938.491.566	996.361.697	57.870.131	6,17%
INPGI	721.019.680	884.244.160	163.224.481	22,64%
ONAO SI	378.022.153	388.938.957	10.916.804	2,89%
ENPAIA - Gestione separata periti agrari	183.615.739	231.655.841	48.040.102	26,16%
ENPAIA - Gestione separata agrotecnici	41.445.718	68.814.134	27.368.416	66,03%
<b>Totale complessivo</b>	<b>87.162.090.823</b>	<b>107.036.883.633</b>	<b>19.874.792.809</b>	<b>22,80%</b>

<b>Patrimonio netto (00,00€)</b>				
<b>Cassa di previdenza</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2023</b>	<b>Variazione assoluta</b>	<b>Variazione %</b>
ENPAM	22.757.778.132	25.848.560.551	3.090.782.419	14%
CF	12.831.994.998	17.629.361.909	4.797.366.911	37%
INARCASSA	11.440.138.940	14.201.012.820	2.760.873.880	24%
CNPADC	8.838.573.650	11.424.433.098	2.585.859.448	29%
ENASARCO	5.196.443.896	5.872.963.959	676.520.063	13%
ENPAF	2.673.506.336	3.276.397.919	602.891.583	23%
CIPAG	2.406.580.829	2.761.442.483	354.861.653	15%
CNPR	2.378.021.296	2.683.488.088	305.466.792	13%
CNN	1.514.164.063	1.793.161.737	278.997.674	18%
EPPI	1.267.013.023	1.635.889.087	368.876.064	29%
ENPACL	1.292.649.765	1.632.787.563	340.137.798	26%
ENPAV	713.915.871	985.573.873	271.658.002	38%
FASC	887.618.163	971.236.998	83.618.835	9%
INPGI	709.791.335	870.529.520	160.738.184	23%
ONAO SI	357.770.897	365.651.825	7.880.928	2%
ENPAP	142.976.184	254.415.898	111.439.714	78%
ENPAIA - Gestione ordinaria e speciale	137.036.186	219.721.114	82.684.928	60%
ENPAB	109.768.733	143.102.634	33.333.901	30%
EPAP	111.817.385	125.113.826	13.296.441	12%
ENPAIA - Gestione separata periti agrari	21.150.693	26.250.124	5.099.431	24%
ENPAIA - Gestione separata agrotecnici	4.148.573	5.896.177	1.747.604	42%
ENPAPI	27.324.884	-16.016.246	-43.341.129	-159%
<b>Totale complessivo</b>	<b>75.820.183.833</b>	<b>92.710.974.956</b>	<b>16.890.791.124</b>	<b>22%</b>

<b>Risultato economico di esercizio (00,00€)</b>				
<b>Cassa di previdenza</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2023</b>	<b>Variazione assoluta</b>	<b>Variazione %</b>
CF	937.782.743	1.406.688.476	468.905.733	50%
INARCASSA	805.940.316	1.154.519.041	348.578.725	43%
CNPADC	859.822.910	894.264.195	34.441.285	4%
ENPAM	1.739.029.024	538.345.554	-1.200.683.470	-69%
ENASARCO	233.190.171	237.466.030	4.275.859	2%
ENPAF	192.114.012	216.884.218	24.770.206	13%
CIPAG	44.633.715	182.927.560	138.293.845	310%
ENPACL	80.608.274	99.622.572	19.014.298	24%
ENPAV	60.613.853	90.795.035	30.181.182	50%
CNPR	64.088.325	83.889.489	19.801.164	31%
EPPI	38.994.936	80.086.507	41.091.571	105%
CNN	60.462.001	62.754.474	2.292.473	4%
INPGI	76.880.039	46.382.233	-30.497.806	-40%
ENPAP	37.657.286	39.716.393	2.059.107	5%
ENPAB	13.280.108	23.681.643	10.401.535	78%
FASC	15.859.310	21.511.166	5.651.856	36%
ENPAPI	-7.316.016	18.417.940	25.733.957	352%
ENPAIA - Gestione ordinaria e speciale	14.909.356	16.177.966	1.268.610	9%
EPAP	33.193.022	5.360.456	-27.832.566	-84%
ONAOISI	93.680	3.452.744	3.359.064	3586%
ENPAIA - Gestione separata periti agrari	1.009.405	1.249.940	240.535	24%
ENPAIA - Gestione separata agrotecnici	370.858	435.044	64.186	17%
<b>Totale complessivo</b>	<b>5.303.217.327</b>	<b>5.224.628.677</b>	<b>-78.588.651</b>	<b>-1%</b>