



ASSOCIAZIONE degli ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

III Rapporto sugli Investimenti degli Enti di Previdenza Privati



A cura del Centro Studi AdEPP



ASSOCIAZIONE degli ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

Centro Studi AdEPP

All'interno dell'Associazione degli Enti di Previdenza Privati è operativo un Centro Studi che si occupa di effettuare ricerche e approfondimenti su temi strettamente legati alle dinamiche del mondo previdenziale privato.

L'attività di ricerca è resa possibile grazie alla continua collaborazione e disponibilità dei Presidenti e dei collaboratori dei diversi Centri Studi di tutte le Casse di Previdenza AdEPP.

Il "III Rapporto sugli Investimenti degli Enti di Previdenza Privati" è stato predisposto dal Prof. Filippo Petroni (Responsabile dei dati statistici e ricerche AdEPP), con la collaborazione della dottoressa Ottavia Trifilò e del dottor Giovanni Murgia, sotto la supervisione del Prof. Francesco Verbaro (Senior Advisor AdEPP).

CONTATTI:

Prof. Filippo Petroni: centrostudi@adepp.info

Dott.ssa Ottavia Trifilò: o.trifilo@adepp.info



ASSOCIAZIONE degli ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

Enti Previdenziali Privati

Cassa Autonoma di Assistenza Integrativa dei Giornalisti Italiani – CASAGIT - Presidente: Dott. Daniele M. Cerrato

Cassa Forense - CF - Presidente: Avv. Nunzio Luciano

Cassa Italiana di Previdenza e Assistenza Geometri Liberi Professionisti – CIPAG - Presidente: Geom. Diego Buono

Cassa Nazionale del Notariato – CNN - Presidente: Not. Mario Mistretta

Cassa Nazionale di Previdenza a favore dei Ragionieri e dei Periti Commerciali – CNPR - Presidente: Rag. Luigi Pagliuca

Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza a favore dei Dottori Commercialisti – CNPADC - Presidente: Dott. Walter Anedda

Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza per Ingegneri ed Architetti Liberi Professionisti – INARCASSA - Presidente: Arch. Giuseppe Santoro

Ente Nazionale di Previdenza dei Periti Industriali e dei Periti Industriali Laureati – EPPI – Presidente: Per. Ind. Valerio Bignami

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza a favore dei Biologi – ENPAB - Presidente: Dott.ssa Tiziana Stallone

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza dei Veterinari – ENPAV - Presidente: Dott. Gianni Mancuso

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza della Professione Infermieristica – ENPAPI - Presidente: Dott. Mario Schiavon

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza per gli Impiegati dell'Agricoltura – ENPAIA - Presidente: Dott. Giorgio Piazza

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza per gli Psicologi – ENPAP - Presidente: Dott. Felice Torricelli

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza per i Consulenti del Lavoro – ENPACL - Presidente: Dott. Alessandro Visparelli

Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza Pluricategoriale – EPAP - Presidente: Dott. Stefano Poeta



ASSOCIAZIONE degli ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza dei Medici e degli Odontoiatri – ENPAM -
Presidente: Dott. Alberto Oliveti

Fondazione ENASARCO - Presidente: Dott. Gianroberto Costa

Istituto Nazionale di Previdenza dei Giornalisti Italiani – INPGI - Presidente: Dott.ssa
Marina Macelloni

Opera Nazionale per l'Assistenza agli Orfani dei Sanitari Italiani – ONAOSI - Presidente:
Dott. Serafino Zucchelli

Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza Farmacisti – ENPAF – Presidente: Dott. Emilio
Croce



ASSOCIAZIONE degli ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

PREFAZIONE	5
INTRODUZIONE	7
1 L'EVOLUZIONE DEL PATRIMONIO NEGLI ULTIMI CINQUE ANNI	9
1.1. IL PATRIMONIO COMPLESSIVO.....	9
1.2. L'ASSET ALLOCATION	11
1.3. EVOLUZIONE DELL'ASSET ALLOCATION DAL 2013 AL 2017	13
2 GLI INVESTIMENTI IN IMMOBILI	16
3 INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI	19
4 INVESTIMENTI IN AZIONI	22
5 PASSAGGIO DA GESTIONE DIRETTA A GESTIONE INDIRETTA E FONDI COMUNI	25
6 INVESTIMENTI IN ITALIA	28
7 INVESTIMENTI ESG	31
8 LE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI TASSAZIONE SUGLI INVESTIMENTI	34
8.1 INVESTIMENTI "QUALIFICATI"	35

Prefazione

L'AdEPP, Associazione degli Enti di Previdenza Privati, svolge ormai da anni un ruolo di centro di elaborazione e analisi dei dati riguardanti le Casse di Previdenza dei liberi professionisti, con l'obiettivo di fornire informazioni e dati ai soggetti appartenenti al sistema, nonché alle istituzioni che hanno competenze e responsabilità in materia di welfare, libere professioni e investimenti.

In quest'ottica, l'Associazione ha deciso di aumentare la propria attività di reporting predisponendo un Rapporto annuale sugli investimenti e i patrimoni dei propri associati, che costituiscono una realtà importante per l'economia del Paese e una buona pratica con riferimento al compito istituzionale di valorizzazione dei contributi degli iscritti.

Le analisi riportate nel presente rapporto si focalizzano sull'asset allocation degli Enti Previdenziali Privati.

Al 2017 le attività totali a valori di mercato detenute dagli Enti Previdenziali Privati ammontano a circa 85,3 miliardi, con una crescita percentuale di circa 6,6 punti rispetto all'anno precedente (in valore assoluto *l'aumento rispetto al 2016 è di 5,3 miliardi*). Crescita dovuta in parte ai contributi versati dagli iscritti, superiori alle prestazioni, ed in parte al rendimento sugli investimenti.

Non tutte le tipologie di investimento hanno subito un aumento, in particolare, analizzando nel dettaglio le variazioni delle diverse asset class, emerge come la voce *immobili* decresca in maniera molto rilevante. La spiegazione di tale fenomeno va ritrovata principalmente nel fatto che, negli ultimi anni, molti Enti Previdenziali Privati hanno attuato delle politiche di investimento volte ad abbassare le esposizioni dirette in immobili attraverso l'apporto verso fondi di investimento alternativi (FIA), con l'obiettivo di messa a reddito, qualificazione, e, laddove possibile, di smobilizzo. L'operazione di vendita degli immobili richiede tempi piuttosto lunghi per evitare perdite dall'immissione sconosciuta di immobili nel mercato e non può ignorare l'andamento del mercato immobiliare italiano, la crisi demografica e i processi di riorganizzazione e ristrutturazione del lavoro che impattano sull'immobiliare destinato agli uffici.

Dalle analisi effettuate emerge come la componente investita in azioni sia in netto aumento, passando dal 9,8% del 2013 al 17,3% del 2017.

Gli Enti Previdenziali Privati hanno investito, nel 2017, in Italia in azioni circa il 4,3% del patrimonio (3,7 miliardi di euro in valore assoluto). Tali investimenti, ovviamente, rivestono un importante ruolo per l'economia nazionale.



ASSOCIAZIONE degli ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

Si tratta di dati che confermano certamente il ruolo attuale e di ulteriore sviluppo che le Casse di previdenza possono avere per il sostegno alla crescita del Paese. Le misure del Governo e del Parlamento di incentivo fiscale agli investimenti nell'economia si inseriscono in un contesto di politiche di investimento già attente allo sviluppo e al rafforzamento dell'Italia. Le misure fiscali introdotte già con la legge di stabilità per il 2016, come il credito di imposta, e quelle per il 2017 hanno ridotto parzialmente lo svantaggio fiscale al quale sono sottoposte le Casse di previdenza dei liberi professionisti, le quali pur essendo enti di previdenza obbligatori sono sottoposti ad un regime fiscale di doppia tassazione, con aliquote di tassazione sui rendimenti pari al 26%. Sotto questo profilo è auspicabile ridurre fortemente lo svantaggio fiscale al quale sono sottoposti gli investimenti delle Casse e al contempo pervenire ad un quadro normativo e fiscale stabile, semplice e chiaro che favorisca e non ostacoli la funzione di investitore del settore.

La mancanza di un quadro regolamentare di riferimento, annunciato dal decreto legge 6 luglio 2011, n. 98, non ha impedito alle Casse di adeguare man mano la *governance* sugli investimenti e ad introdurre procedure e presidi organizzativi di gestione dei rischi e del conflitto di interessi di massima tutela e garanzia per gli iscritti.

Al fine di rafforzare questo percorso di autonomia e responsabilità del sistema delle Casse di previdenza, e nelle more di una regolamentazione pubblica, l'AdEPP ha inoltre adottato, nel 2016, un codice di autoregolamentazione in materia di investimenti.

Un sistema maturo che cresce non può non intraprendere percorsi avanzati di autoregolamentazione nell'ottica di un'autonomia responsabile. In considerazione della rilevanza del patrimonio gestito dalle Casse di previdenza, come lo stesso Rapporto conferma, era da tempo necessaria e improcrastinabile l'adozione di una regolamentazione in materia di investimenti al fine di garantire la trasparenza, l'ottimizzazione dei risultati e la migliore tutela degli iscritti secondo le migliori pratiche già adottate dagli Enti di Previdenza e gli indirizzi del legislatore.

Il Presidente

Alberto Oliveti

Introduzione

Nel presente rapporto verrà analizzato il Patrimonio degli Enti Previdenziali Privati inteso come il valore degli attivi posti a copertura degli impegni previdenziali di ogni singolo Ente. La sua importanza è cruciale ai fini della stabilità prospettica degli Enti Previdenziali Privati.

I dati utilizzati nel presente rapporto sono in parte messi a disposizione ad AdEPP dagli Enti Previdenziali, in parte sono stati resi pubblici dalla COVIP (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione) e rielaborati dal Centro Studi AdEPP.

Per una chiara contestualizzazione del tema, di seguito vengono brevemente analizzati i sistemi tecnici di gestione e le modalità di calcolo delle prestazioni tipicamente utilizzate dagli Enti Previdenziali. Occorre fare un distinguo tra Enti privatizzati con il *Decreto Legislativo n. 509/94* ed Enti istituiti con il *Decreto Legislativo n. 103/96*.

Per quanto riguarda i primi, questi utilizzano il sistema tecnico di gestione della ripartizione, mentre, utilizzano una modalità di determinazione delle prestazioni di tipo retributivo. Si evidenzia che alcuni Enti in seguito alla così detta “Riforma Fornero” sono passati alla modalità di determinazione della prestazione di tipo contributivo, pertanto, questi ultimi presentano una modalità di calcolo della prestazione di tipo misto.

Al contrario, gli Enti istituiti con il *Decreto Legislativo n. 103/96* utilizzano il sistema tecnico di gestione della capitalizzazione con una modalità di determinazione delle prestazioni di tipo contributivo.

Si evidenzia, che non si tratta effettivamente di un sistema tecnico di gestione a capitalizzazione, in quanto, tale sistema non è appropriato per erogare prestazioni di primo pilastro, poiché, espone gli iscritti al rischio finanziario derivante dal conseguimento di performance negative in sede di investimento dei contributi incassati da parte dell’Ente erogante. Per tale ragione, all’iscritto non viene riconosciuto direttamente il rendimento conseguito con l’attività di investimento ma viene retrocesso un rendimento ancorato alle dinamiche del Prodotto Interno Lordo italiano considerato entro un determinato orizzonte temporale (ad esempio, alcuni Enti utilizzano la media geometrica quinquennale del PIL). E’ chiaro che rimane in capo all’iscritto il rischio che il PIL assuma dei valori negativi nell’orizzonte temporale di riferimento. Va notato come il Governo nel 2015, anno in cui la media quinquennale del PIL assunse valore negativo, al fine di arginare la svalutazione del montante contributivo, ha emanato il decreto legge 65/2015 che ha previsto un coefficiente di rivalutazione pari ad 1.



ASSOCIAZIONE degli ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

In questo contesto, considerando l'obbligo per gli Enti Previdenziali di predisporre il bilancio tecnico che dimostri una stabilità di lungo periodo, il Patrimonio e la sua composizione devono uniformarsi ai criteri che garantiscano la sostenibilità dell'intero "Sistema previdenziale" e l'adempimento – in via prospettica – dei propri obblighi previdenziali salvaguardando la propria capacità di erogare le prestazioni future ai propri iscritti. E' chiaro che il livello di tipicità del Patrimonio del singolo Ente varia in funzione delle dinamiche peculiari che caratterizzano le singole Casse, quali, ad esempio, gli andamenti demografici, le ipotesi finanziarie, i regolamenti previdenziali per il calcolo delle prestazioni, i redditi dichiarati dagli aderenti e i nuovi ingressi nell'anno; l'andamento di tali fattori e lo sviluppo delle variabili connesse assumono più o meno importanza in base al sistema tecnico di gestione considerato. Pertanto, per una più completa panoramica del fenomeno, i dati che verranno riportati di seguito andrebbero letti e incrociati con quelli riferiti alle "macro-aree" aggregate sopra elencate tenendo sempre conto delle specificità dei singoli Enti.

Va comunque enfatizzato che ormai quasi tutti gli Enti Previdenziali fanno uso di tecniche di *risk management* per la gestione degli investimenti ed in particolare utilizzano *Asset Liability Management* (ALM) nel processo di gestione degli attivi e dei passivi.

1 L'evoluzione del Patrimonio

negli ultimi cinque anni

Le analisi successive riportano l'evoluzione del Patrimonio degli Enti Previdenziali Privati calcolato come aggregazione dei Patrimoni dei singoli Enti.

1.1. Il patrimonio complessivo

Negli ultimi cinque anni il Patrimonio delle Casse di Previdenza ha registrato una crescita continua e costante passando dai circa 65,6 miliardi di euro del 2013 ai circa 85,335 miliardi di euro di fine 2017 con un incremento complessivo di 30 punti percentuali.

Tale incremento ha riguardato tutti gli anni in analisi con un tasso di crescita percentuale pari al 9,55% tra il 2013 e il 2014, al 4,96% tra il 2014 e il 2015 e al 6,05% tra il 2015 ed il 2016 e 6,6% tra il 2016 ed il 2017.

La crescita va analizzata alla luce di due fattori interconnessi ovvero, da un lato i contributi complessivamente incassati sono superiori alle uscite derivanti dalle prestazioni erogate - per un saldo positivo complessivo di circa 3,2 miliardi - e dall'altro sono aumentati anche i rendimenti conseguiti sugli attivi che risentono della logica contabile utilizzata per redigere i bilanci: le plusvalenze ottenute dallo smobilizzo degli asset vengono completamente attribuite all'anno in cui queste si realizzano. In termini percentuali il rendimento sugli investimenti, al netto delle imposte, per l'anno 2017 è stato di circa il 2,6%.

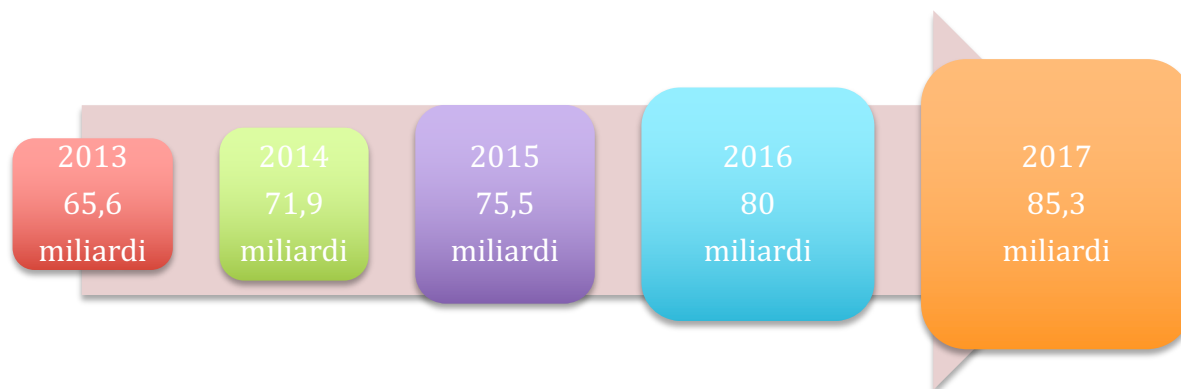


Figura 1: Evoluzione del Patrimonio degli Enti Previdenziali Privati

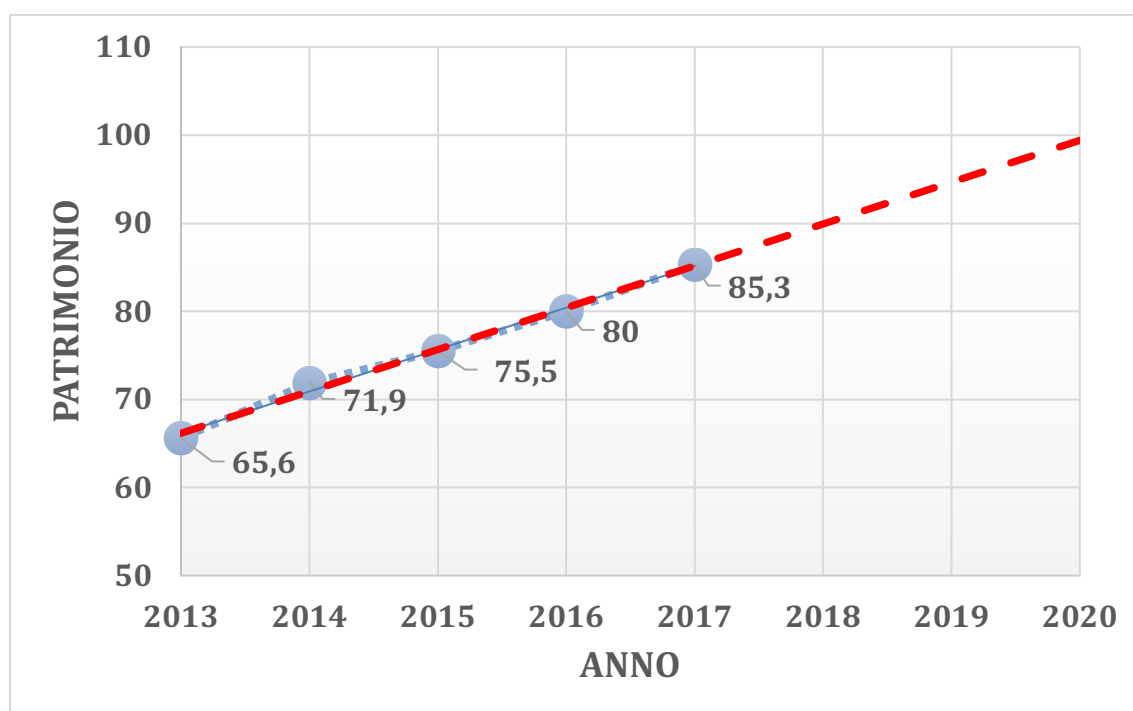


Figura 2: Andamento del patrimonio e previsione per i prossimi anni. Valori in miliardi di euro

In Figura 2 viene mostrato l'andamento del patrimonio dal 2013 al 2017, l'analisi del trend spinge a formulare ipotesi rispetto ad un'ulteriore crescita che potrebbe produrre un patrimonio di circa 100 miliardi di euro nel 2020.

1.2. L'Asset Allocation

Tutte le Casse di Previdenza hanno adottato, negli anni, una gestione del patrimonio volta a ridurre il rischio di esposizione proprio degli investimenti.

In particolare, utilizzano tecniche di *risk management* che permettono - tramite una diversificazione oculata degli investimenti (*Asset Liability Management* - ALM) - di diminuire il rapporto rischio/rendimento riducendo il primo pur mantenendo accettabile il secondo.

Ricordiamo, infatti, che il Patrimonio è necessario a garantire stabilità agli Enti che hanno come compito principale quello di erogare le prestazioni pensionistiche agli iscritti.

Mantenere bassa la rischiosità degli investimenti è, quindi, di primaria importanza. Per raggiungere un basso rischio è stato quindi necessario, negli anni, diversificare il portafoglio, ridistribuendo in maniera appropriata il patrimonio nei diversi asset. A questo scopo, come vedremo in seguito, la percentuale investita in immobili si sta assottigliando sempre di più lasciando maggior spazio ad altri tipi di investimento. Anche le modalità di investimento stanno cambiando. Le Casse, infatti, investono sempre di più in fondi comuni di investimento.

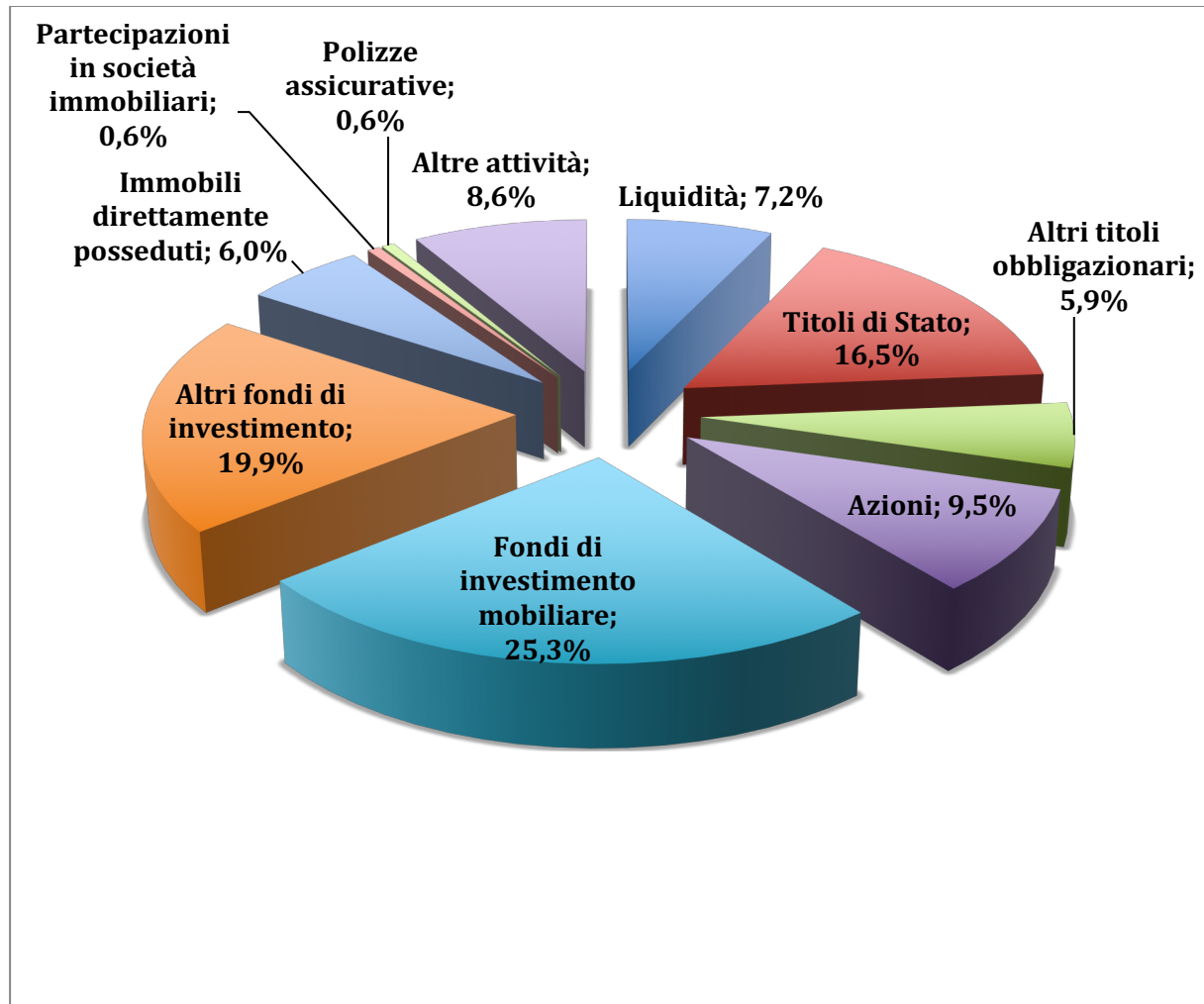


Figura 3: Asset Allocation degli Enti Previdenziali Privati fine 2017

In Figura 3 vengono riportate le diverse *asset class* con le relative percentuali investite a fine 2017.

Si nota come vi siano tre componenti predominanti ovvero i **fondi di investimento mobiliari** per una quota del 25,3%, **altri fondi di investimento** per il 19,9% e **Titoli di Stato** con una quota del 16,5%.

1.3. Evoluzione dell'Asset Allocation dal 2013 al 2017

In Tabella 1 viene riportata la composizione dell'attivo dal 2013 al 2017 a valori di mercato.

La tabella mostra come vi sia stato – nel corso degli anni – un cambiamento degli investimenti nelle diverse *asset class* sempre secondo il criterio della diversificazione e della riduzione del rischio che non può non considerare la congiuntura economica.

In termini assoluti, sono molto rilevanti le variazioni degli investimenti in:

- fondi mobiliari, passati da 8,3 miliardi di euro del 2013 ai circa 21,6 di fine 2017, quindi quasi triplicati;
- immobili direttamente posseduti – passati da 11,5 miliardi di euro del 2013 ai circa 5,1 miliardi attuali;
- la componente azionaria, quasi raddoppiata (da 4,1 miliardi di euro a circa 8,1 miliardi di euro).

Tabella 1: Composizione dell'attivo a valori di mercato (dati di fine anno, importi in milioni di euro)

Attività	2013	2014	2015	2016	2017
Liquidità	4.916	6.608	6.398	6.449	6.124
Titoli di Stato	12.938	15.238	14.193	14.414	14.069
Altri titoli obbligazionari	6.530	6.612	6.266	5.111	5.006
Azioni	4.075	5.816	8.151	7.690	8.103
Fondi di investimento mobiliare	8.305	8.769	11.892	16.668	21.555
Altri fondi di investimento (tra cui fondi immobiliari)	10.425	12.775	14.379	15.749	17.023
Immobili direttamente posseduti	11.521	8.754	6.687	5.824	5.087
Partecipazioni in società immobiliari	582	512	473	533	531
Polizze assicurative	435	417	391	465	539
Altre attività	5.913	6.408	6.648	7.132	7.298
Totale	65.640	71.910	75.477	80.035	85.335
Variazione sull'anno precedente		9,55%	4,96%	6,04%	6,2%

Considerando le percentuali investite nelle diverse *asset class* nel corso degli anni, si possono interpretare in maniera più precisa e puntuale le variazioni.

La composizione relativa dei vari asset fornisce, infatti, un quadro dei futuri risultati delle politiche di investimento adottate dalle Casse.

Tali valori vengono esplicitati in Tabella 2 che mostra, per ognuno degli anni analizzati, le composizioni dell'attivo in termini percentuali.

Tabella 2: Composizione dell'attivo a valori di mercato (dati di fine anno, valori percentuali sul totale)

Attività	2013	2014	2015	2016	2017
Liquidità	7,5%	9,2%	8,5%	8,1%	7,2%
Titoli di Stato	19,7%	21,2%	18,8%	18,0%	16,5%
Altri titoli obbligazionari	9,9%	9,2%	8,3%	6,4%	5,9%
Azioni	6,2%	8,1%	10,8%	9,6%	9,5%
Fondi di investimento mobiliare	12,7%	12,2%	15,8%	20,8%	25,3%
Altri fondi di investimento (tra cui fondi immobiliari)	15,9%	17,8%	19,1%	19,7%	19,9%
Immobili direttamente posseduti	17,6%	12,2%	8,9%	7,3%	6,0%
Partecipazioni in società immobiliari	0,9%	0,7%	0,6%	0,7%	0,6%
Polizze assicurative	0,7%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%
Altre attività	9,0%	8,9%	8,8%	8,9%	8,6%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Dalla tabella, e dal successivo grafico in Figura 4, si possono trarre le seguenti conclusioni:

- **Investimenti in Titoli di Stato:** pur rimanendo uno dei veicoli d'investimento maggiormente utilizzato, si registra un decremento non trascurabile della quota parte investita in tale asset, essendo questa passata dal 19,7% del 2013 al 16,5% del 2017.
- **Fondi di investimento: si registra un aumento considerevole poiché** circa il 45,2% degli investimenti delle Casse confluiscono in fondi comuni (mobiliari e non). Tale quota era circa il 28,6% nel 2013.

Nei capitoli successivi focalizzeremo l'attenzione sugli *investimenti immobiliari*, *investimenti obbligazionari* e *investimenti azionari*.

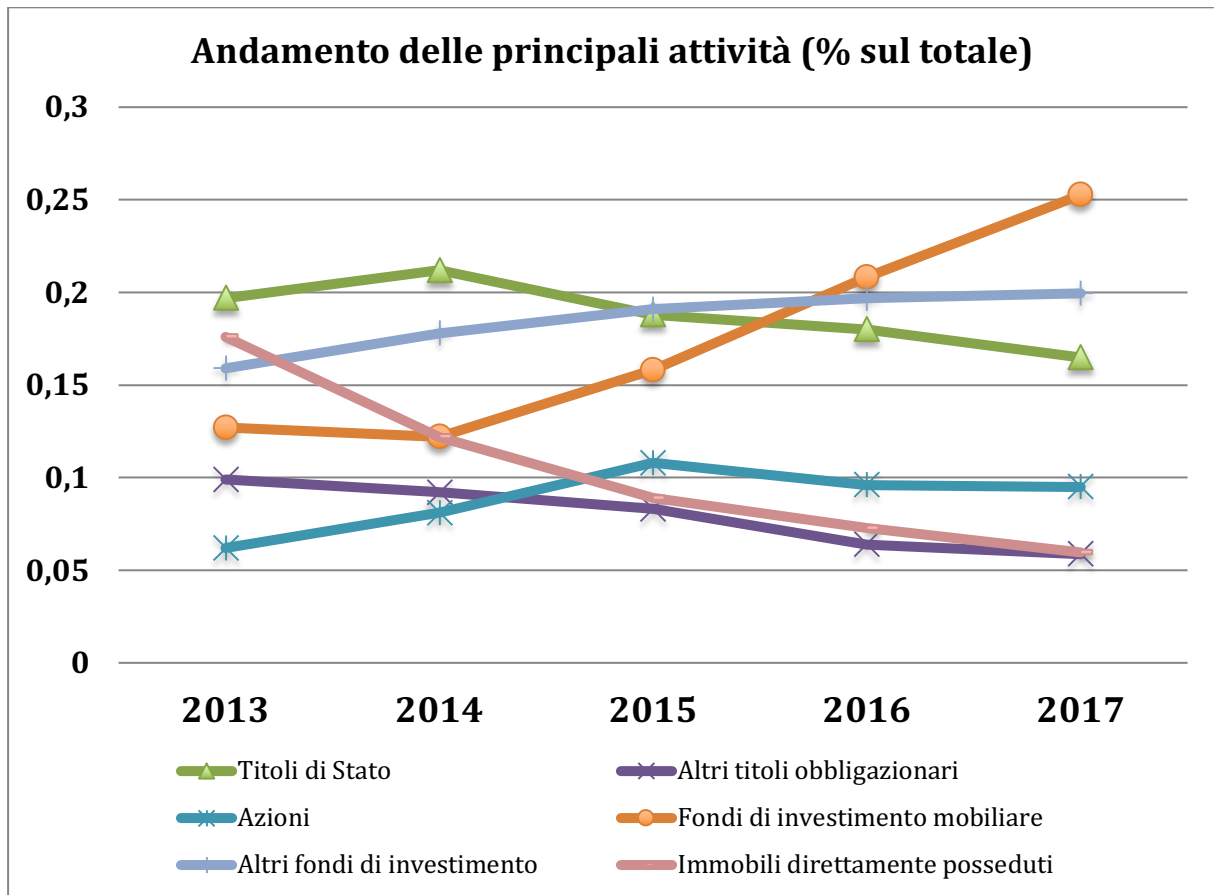


Figura 4: Andamento delle principali attività (% sul totale)

2 Gli investimenti in immobili

In questa sezione vengono analizzati i dati relativi al valore complessivo degli immobili direttamente e indirettamente detenuti dagli Enti (viene quindi inclusa la componente investita in immobili attraverso fondi immobiliari) che ammonta a circa 19,4 miliardi di euro (anno 2017).

Poiché, ormai, gran parte degli immobili rientra nella voce OICR, il valore assoluto complessivo di tale voce non corrisponde al valore riportato nella sezione dedicata all'analisi dell'evoluzione del patrimonio. In quel caso, infatti, la voce immobili si riferiva principalmente al totale degli immobili detenuti direttamente dagli Enti previdenziali privati.

In valore assoluto, gli investimenti in immobili, sono rimasti costanti negli anni, ma è cambiato considerevolmente il loro peso in termini percentuali dell'attivo, che pur rimando alto, ha comunque subito un decremento significativo negli anni oggetto d'analisi.

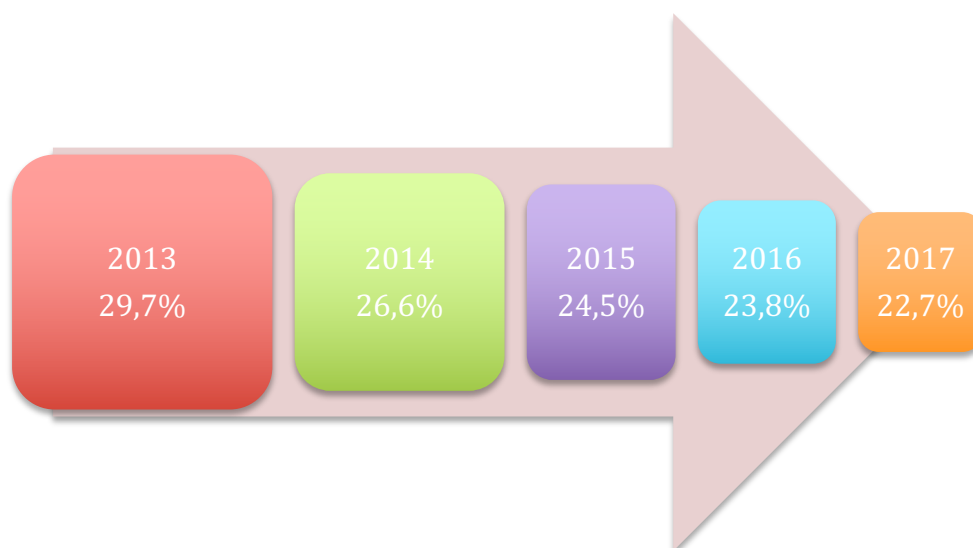


Figura 5: Peso percentuale degli investimenti immobiliari sul totale degli attivi

Infatti, nel 2013 la componente immobiliare complessiva si attestava al 29,7% e si è ridotta al 22,7% nel 2017.

In Tabella 3 e nel grafico in Figura 6, il totale degli immobili viene suddiviso per modalità di gestione.

Si può notare come le Casse investano circa 5,1 miliardi di euro (6 per cento delle attività totali) in immobili in modo diretto.

Il dato va confrontato con il 2013, anno in cui il patrimonio investito in questo asset ammontava a circa 11,5 miliardi di euro (il 17,6 per cento dell'attivo).

Dal punto di vista della distribuzione geografica, gli immobili direttamente detenuti sono ubicati **principalmente in centro Italia (circa il 70 per cento, di cui il 95 per cento a Roma); il 25 per cento nel nord del Paese ed il residuale 5 per cento nel Sud.**

La maggior parte degli immobili (circa il 43,3 per cento) sono ad uso residenziale, 27,6 per cento ospitano uffici, 11 per cento strumentale e 10 per cento commerciale.

Come risulta evidente dalla Tabella 3 la maggior parte degli immobili sono ormai detenuti in maniera indiretta attraverso l'investimento in *fondi immobiliari*.

Vi è stato, infatti, un andamento quasi speculare rispetto agli investimenti diretti in immobili.

La componente investita in fondi immobiliari è infatti passata dai 7,4 miliardi di euro del 2013 ai 13,7 miliardi di euro del 2017.

Come già evidenziato in precedenza tale fenomeno è direttamente attribuibile alla politica di dismissione degli immobili detenuti per via diretta dagli Enti Previdenziali.

Tabella 3: Investimenti in immobili (dati di fine anno, valori in milioni di euro)

	2013	2014	2015	2016	2017
Immobili direttamente posseduti	11.521	8.754	6.687	5.824	5.087
Fondi immobiliari	7.407	9.882	11.319	12.694	13.782
Partecipazioni in società immobiliari	582	512	473	533	531
Investimenti immobiliari (Totale)	19.510	19.148	18.479	19.050	19.400

Il 92 per cento degli immobili detenuti all'interno dei fondi immobiliari è localizzato in Italia.

Per quanto riguarda la destinazione d'uso, a differenza di quelli detenuti direttamente, la componente prevalente è investita in uffici (49 per cento), seguono il residenziale (23 per cento) e commerciale (16 per cento).

Una parte residuale degli investimenti immobiliari avviene attraverso la partecipazione in società immobiliari (circa 0,6 per cento delle attività totali).

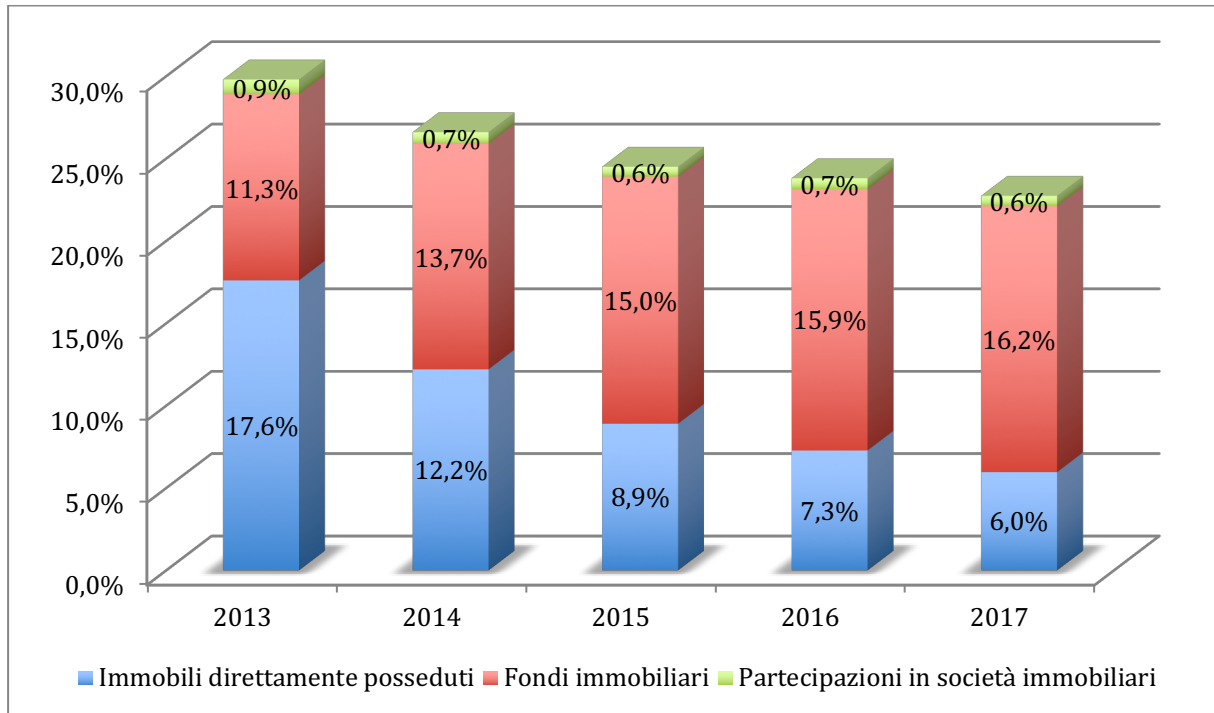


Figura 6: Investimenti in immobili (valori in percentuale sul totale degli attivi)

3 Investimenti obbligazionari

Una quota molto rilevante del patrimonio delle Casse è investita **in titoli obbligazionari**, se si considera anche la componente inclusa nei fondi mobiliari, questa ammonta, a fine 2017, a circa **31,2 miliardi** di euro costituendo il 36,6 per cento delle attività. Nonostante in valore assoluto siano aumentati rispetto ai 22,4 miliardi del 2013, il loro peso percentuale è rimasto sostanzialmente invariato negli anni (come mostrato in Figura 7).

Tabella 4: Investimenti obbligazionari (dati di fine anno, importi in milioni di euro)

	2013	2014	2015	2016	2017
Titoli di Stato	12.938	15.238	14.193	14.414	14.069
Altri investimenti obbligazionari	6.530	6.612	6.266	5.111	5.006
Componente obbligazionaria tramite fondi mobiliari	2.962	3.475	5.866	8.359	12.125
Totale investimenti obbligazionari	22.430	25.325	26.325	27.885	31.200

Sommando i titoli di stato alle altre obbligazioni direttamente detenute, tale asset ammonta a circa **19,1 miliardi** di euro (22,4 per cento del totale delle attività). Come si vede dalla Tabella 4 tali investimenti sono rimasti, in valore assoluto, costanti (hanno subito una minima riduzione) nel periodo oggetto di analisi.

Si può notare che sono invece aumentati notevolmente, soprattutto nell'ultimo anno, gli investimenti in obbligazioni tramite fondi mobiliari.

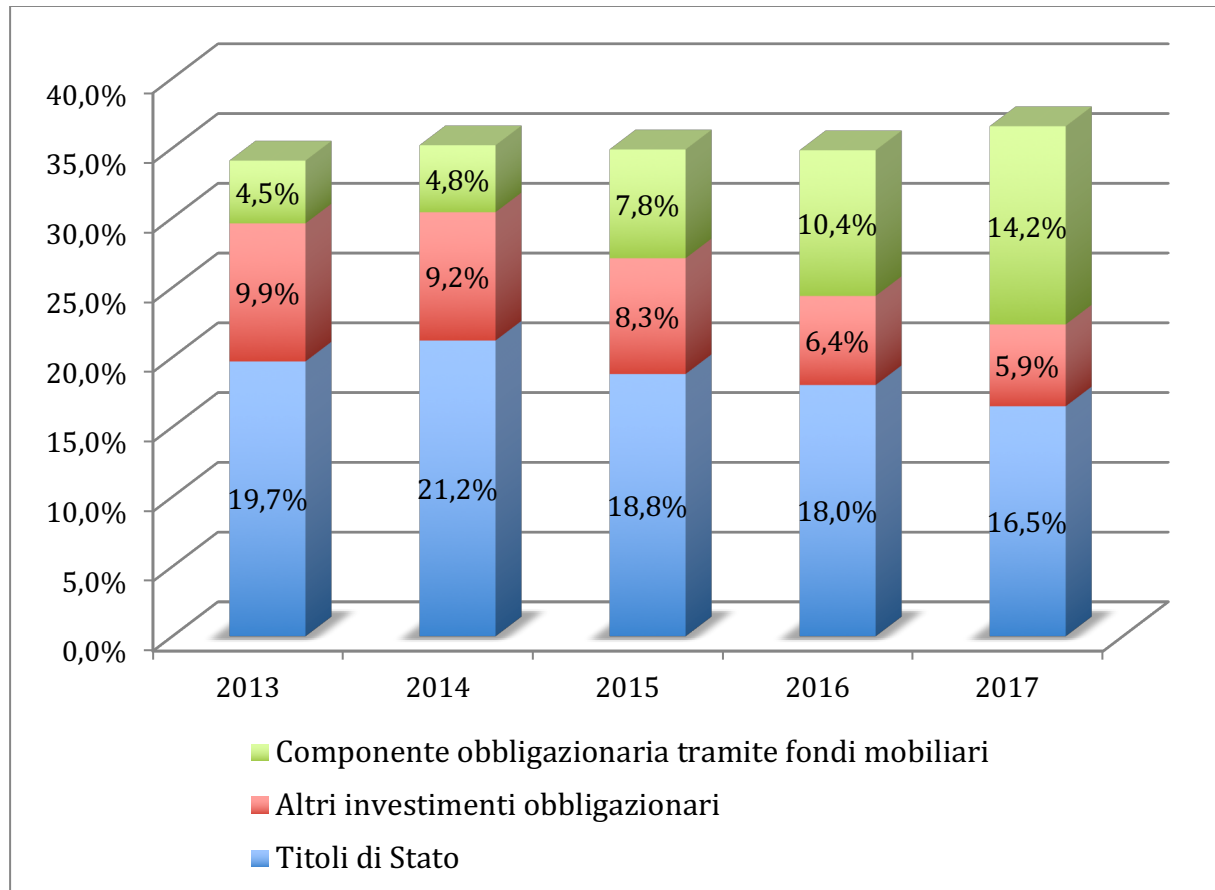


Figura 7: Investimenti obbligazionari (valori in percentuale sul totale degli attivi).

Una componente molto rilevante degli investimenti obbligazionari riguarda i titoli di Stato Italiani, infatti, le Casse, a fine 2017, avevano investito in BTP circa 8,4 miliardi di euro, su un totale di circa 14,1 miliardi di euro investiti in titoli di Stato (quindi circa il 60%).

La restante componente era investita per il 15,4 per cento in titoli emessi da Paesi dell'Area euro, per il 13,1 per cento dagli Stati Uniti e per il 2,3 per cento dal Giappone.

Gli altri investimenti obbligazionari ammontano a circa **5 miliardi** di euro, il 5,9 per cento delle attività. Si registra una diminuzione consistente tra il 2013 ed il 2017. Infatti, tale quota passa dal 9,9 per cento del 2013 al 5,9 per cento del 2017.

Più in dettaglio: il **46 per cento** è investita **nell'Area euro (circa il 4 per cento in meno rispetto al dato dell'anno 2016)**; il 10 per cento in Paesi dell'Unione europea; il 32 per cento da emittenti statunitensi (6 punti percentuali in più rispetto al 2016); l'8 per cento in altri Paesi OCSE ed, infine, il 4% in altri Paesi NON OCSE. Il **54 per cento** è costituito da imprese finanziarie (nell'anno 2016 il valore era del 59 per cento).



ASSOCIAZIONE degli ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

La **componente obbligazionaria investita per mezzo di fondi mobiliari** ammonta a **12,2 miliardi** di euro (il 14,3 per cento del valore delle attività) in aumento di 3,8 punti percentuali rispetto al 2016.

Questa componente è per lo più costituita da titoli corporate (59 per cento) ed è investita in Paesi dell'area euro diversi dall'Italia con una quota del 40 per cento, negli Stati Uniti (23 per cento) e nei Paesi non aderenti all'OCSE (17 per cento).

4 Investimenti in azioni

Negli ultimi 5 anni, si è registrata una considerevole crescita degli investimenti in azioni - inclusa la componente investita tramite fondi mobiliari - che sono passati dal 9,8% degli attivi ad un più rilevante 17,3%. Incremento giustificato anche dalla necessità di accrescere i rendimenti e compensare i bassi rendimenti sugli altri asset.

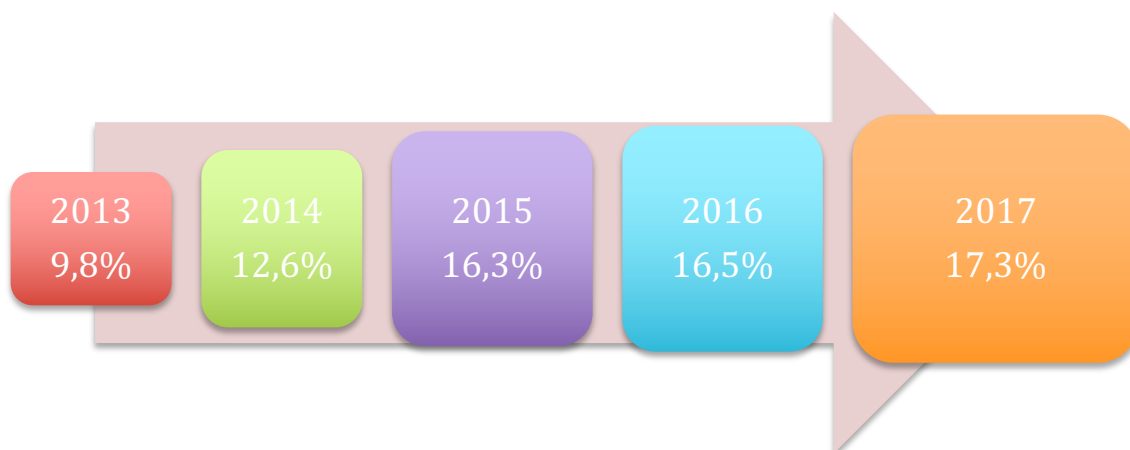


Figura 8: Variazione della componente investita in azioni

Come mostrato in Tabella 5, gli investimenti in **azioni**, a fine 2017, ammontano a circa **14,8 miliardi** di euro. La componente azionaria, come nel caso delle obbligazioni, è costituita da:

- *investimenti diretti in azioni*: circa **8,1 miliardi** di euro che costituisce il 9,5 per cento delle attività complessive, percentuale sostanzialmente invariata rispetto al 2016. Di queste, circa il **56** per cento riguarda l'Area euro; seguono gli Stati Uniti (18 per cento), gli altri Paesi dell'Unione europea (8 per cento) e il Giappone (7 per cento); circa il **31** per cento è investita nel settore finanziario; seguono il settore delle *utilities* (12 per cento), l'energetico (14 per cento) e l'industriale (10 per cento).
- *componente azionaria dei fondi di investimenti mobiliare*: ammonta a **6,7 miliardi di euro** e rappresenta il 7,8 per cento delle attività (0,8 punti percentuali in più

rispetto al 2016). In prevalenza (31 per cento) è investita negli Stati Uniti; seguono l'area euro (23 per cento) e i Paesi non aderenti all'OCSE (19 per cento); è per la maggior parte investito nel settore dei beni di consumo (23 per cento); seguono il settore finanziario (19 per cento), l'information technology (15 per cento) ed il settore industriale (12 per cento).

Se si considera la sola area euro, gli investimenti in azioni ammontano a circa 6,1 miliardi di euro ovvero il 7,12% del totale delle attività.

Tabella 5: Investimenti azionari (dati di fine anno, importi in milioni di euro)

	2013	2014	2015	2016	2017
Azioni	4.075	5.816	8.151	7.690	8.103
Componente azionaria tramite fondi mobiliari	2.353	3.225	4.160	5.551	6.700
Totale investimenti in azioni	6.428	9.041	12.311	13.241	14.800

Dal grafico in Figura 9 si evince chiaramente come il peso della componente azionaria sia cresciuto negli ultimi 4 anni. In particolare, si nota l'aumento progressivo del peso relativo della componente azionaria tramite fondi comuni.

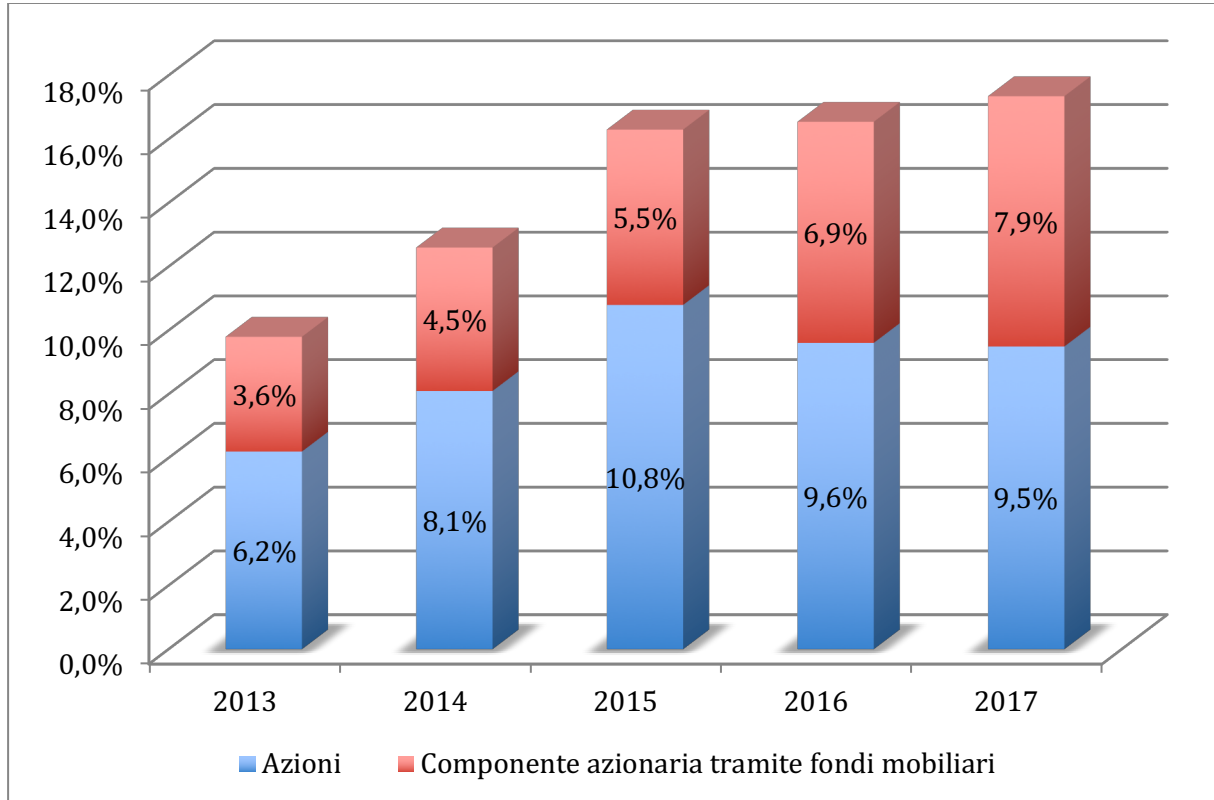


Figura 9: Andamento degli investimenti in azioni (percentuali sul totale delle attività)

5 Passaggio da gestione diretta a gestione indiretta e fondi comuni

Qui di seguito vengono analizzate le tre diverse modalità di gestione degli investimenti: gestione diretta, gestione tramite fondi comuni (OICR) e le attività conferite in gestione finanziaria ad intermediari specializzati.

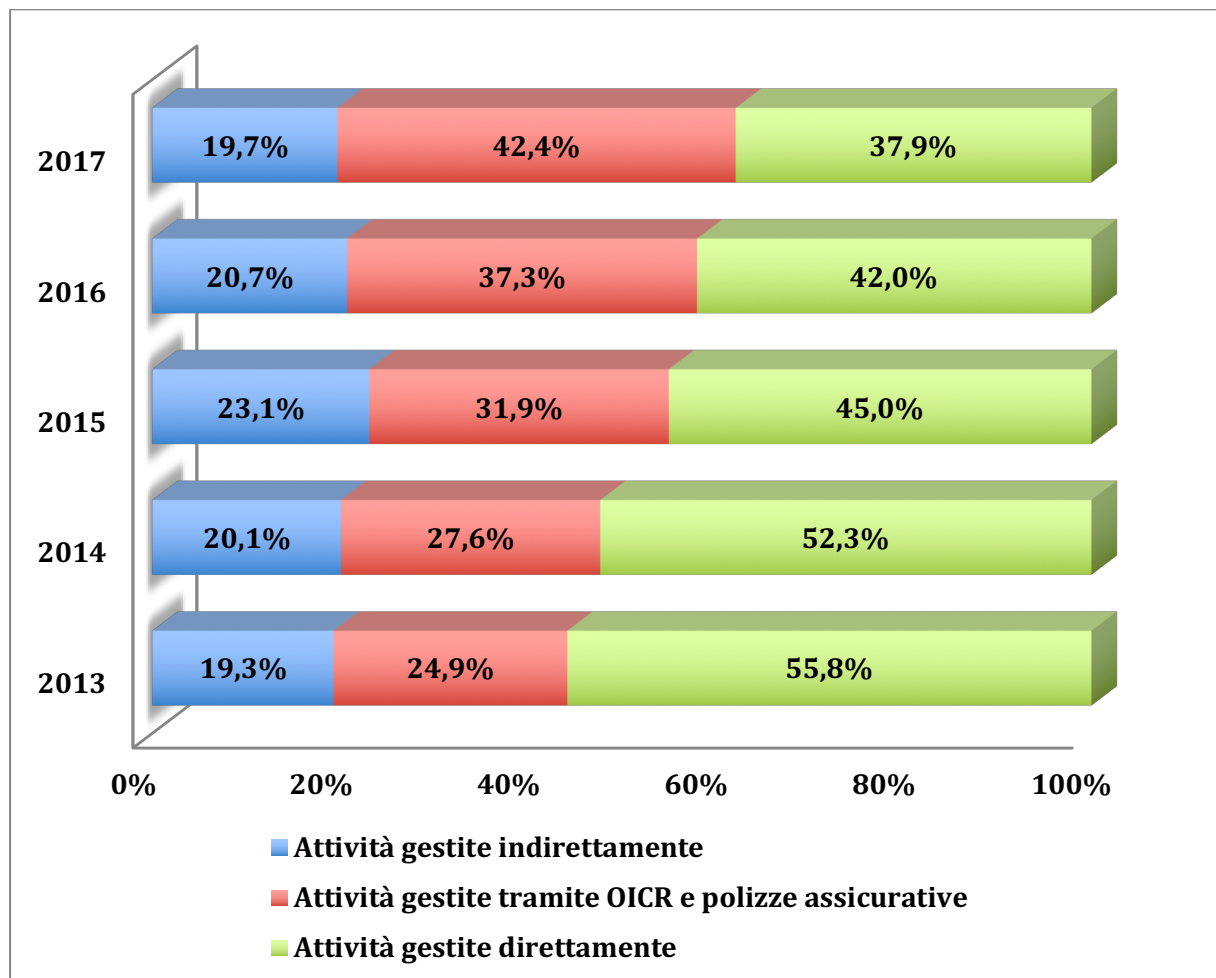


Figura 10: Andamento delle diverse modalità di gestione.

La Figura 10 mostra l'andamento delle tre diverse modalità di gestione tra il 2013 ed il 2017.

Per motivi legati alla semplificazione della gestione dell'investimento, la gestione tramite OICR sta acquisendo un peso sempre maggiore, infatti, questa è passata dal 24,9 per cento degli attivi del 2013 a circa il 42,4 per cento del 2017.

In questo tipo di gestione sono principalmente confluiti quegli asset che prima venivano gestiti in modo diretto.

Rimane quasi costante, invece, negli anni la **gestione indiretta tramite intermediari specializzati** che copre il 19,7 per cento delle risorse.

In Tabella 6 vengono mostrate le diverse modalità di gestione in valore assoluto.

Tabella 6: Distribuzione delle diverse modalità di gestione (dati di fine anno, valori in milioni di euro)

	2013	2014	2015	2016	2017
Attività gestite indirettamente	12.665	14.443	15.993	16.601	16.820
Attività gestite tramite OICR e polizze assicurative	16.366	19.829	25.134	29.822	36.197
Attività gestite direttamente	36.609	37.638	34.308	33.612	32.318
Totale attività	65.640	71.910	75.435	80.035	85.335

In Tabella 7 vengono mostrate le diverse attività con i relativi pesi percentuali gestite direttamente dagli Enti Previdenziali Privati.

Si può notare come la quota più rilevante di tale gestione sia dovuta ai *Titoli di Stato* che contribuiscono per quasi un quarto alle attività direttamente gestite.

Un'altra voce di particolare rilievo è data dalla *"Liquidità"* che pesa sul totale del patrimonio per circa il 18%.

Considerate le caratteristiche tecniche dell'operatività degli Enti Previdenziali Privati, questa voce costituisce la componente fondamentale poiché necessaria a garantire – in qualsiasi momento – l'erogazione delle prestazioni ai propri iscritti.

Tabella 7: Suddivisione delle attività in gestione diretta (dati fine 2017)

Attività	Milioni di euro	% sul totale
Liquidità	5.739	17,8%
Titoli di Stato	8.237	25,5%
Altri titoli obbligazionari	1.598	4,9%
Azioni	3.300	10,2%
Immobili	5.087	15,7%
Part. in società immobiliari	531	1,6%
Polizze assicurative	539	1,7%
Altre attività	7.287	22,5%
Totale	32.318	100,0%

Per quanto riguarda la gestione indiretta, la Tabella 8 mostra come i Titoli di Stato assumano particolare rilevanza. Al 2017 gli Enti Previdenziali Privati hanno investito indirettamente 5,8 miliardi di euro in questa categoria di *asset* (il 34,7 per cento degli investimenti in via indiretta). Decisamente rilevante è anche la quota investita in azioni tramite intermediari, che riguarda il 28,6 per cento di tale gestione.

Tabella 8: Suddivisione delle attività in gestione indiretta (dati di fine 2017)

Attività	Milioni di euro	% sul totale
Liquidità	386	2,3%
Titoli di Stato	5.833	34,7%
Altri titoli obbligazionari	3.407	20,3%
Azioni	4.803	28,6%
Fondi comuni d'investimento (OICR)	2.165	12,9%
Altri Fondi di investimento	216	1,3%
Altre attività	10	0,1%
Totale	16.820	100,0%

6 Investimenti in Italia

In questo capitolo vengono analizzati gli investimenti delle Casse suddividendoli in investimenti in Italia, nel resto dell'Area euro ed investimenti esteri (al di fuori dell'Area euro).

In Figura 11 vengono riportati i valori percentuali di tale suddivisione. Si può notare come la quota investita in **Italia sia pari al 40% (41% nel 2016)**, **gli investimenti nella restante Area euro ricoprono circa il 18% del patrimonio** e **gli investimenti esteri si attestino intorno al 25%**.

Va però notato che se alla quota investita in Italia vengono aggiunte le altre voci quali la liquidità, le polizze assicurative e le "altre attività" tutte detenute in Italia, anche se non investite, **il patrimonio delle Casse, nel nostro Paese, ammonta a circa il 57 per cento del totale e si sale al 75% se si considera tutta l'Area euro.**

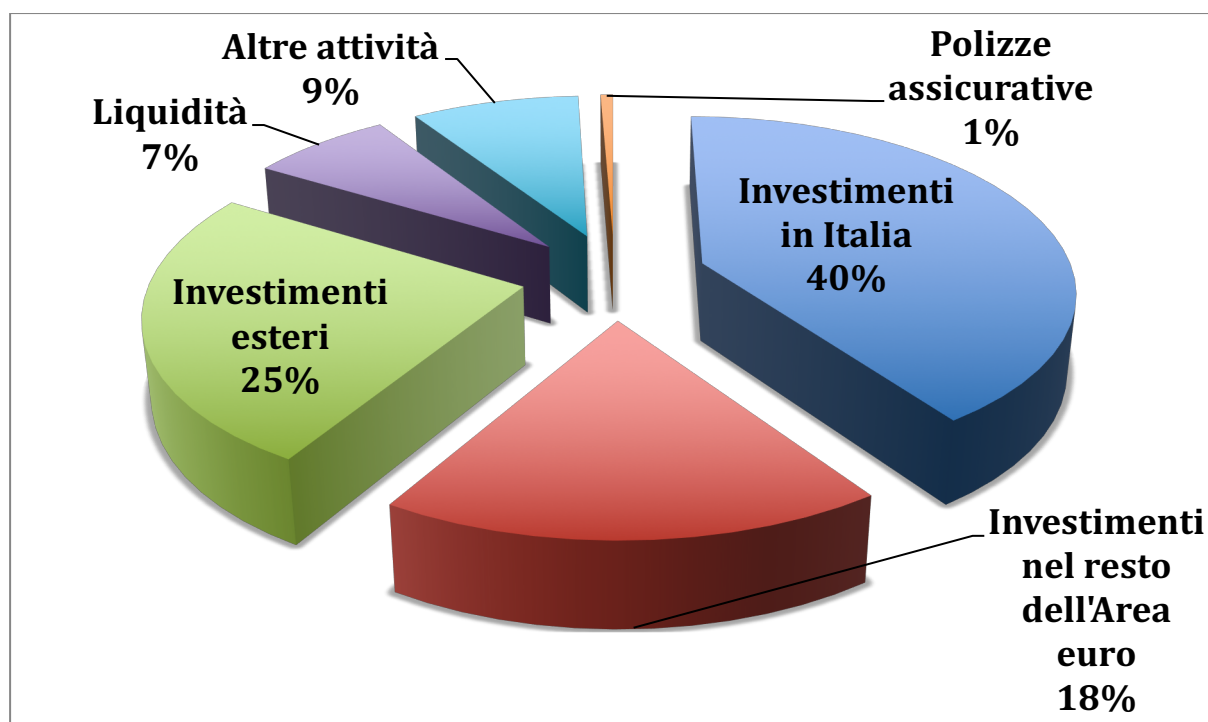


Figura 11: Investimenti in Italia (dati 2017).

In Tabella 9 si riportano i valori assoluti, in milioni di euro, delle diverse attività detenute in Italia o all'estero che, pur mostrando due totali molto simili, le quote nelle diverse attività differiscono di molto.

In particolare, si può constatare che circa il 62 per cento degli investimenti esteri sia effettuato tramite fondi.

Più in dettaglio, dal confronto emergono le seguenti considerazioni:

- Gli investimenti in obbligazioni non governative sono in gran parte esteri (4 miliardi di euro rispetto a poco meno di un miliardo in Italia).
- Gli altri fondi di investimento (FIA) sono principalmente in Italia mentre gli investimenti mobiliari vengono principalmente collocati all'estero.
- Gli investimenti diretti in immobili sono solamente italiani.

Tabella 9: Investimenti in Italia e Esteri (dati 2017, valori in milioni di euro)

	Inves. in Italia	Inves. Esteri	Totale
Titoli di Stato	8.437	5.632	14.069
Altri titoli obbligazionari	988	4.017	5.006
Azioni	3.631	4.472	8.103
Fondi di investimento mobiliari	1.420	20.135	21.555
Altri fondi di investimento	14.307	2.715	17.023
Immobili	5.087	0	5.087
Partecipazioni in società immobiliari	531	0	531
Totale	34.403	36.971	71.374

Come si può facilmente evincere dal grafico in Figura 12, nel corso degli anni la quota di patrimonio investita in Italia è progressivamente diminuita a vantaggio della quota investita all'estero poiché – come già descritto - gli investimenti esteri avvengono attraverso fondi comuni di investimenti, in particolare OICVM.

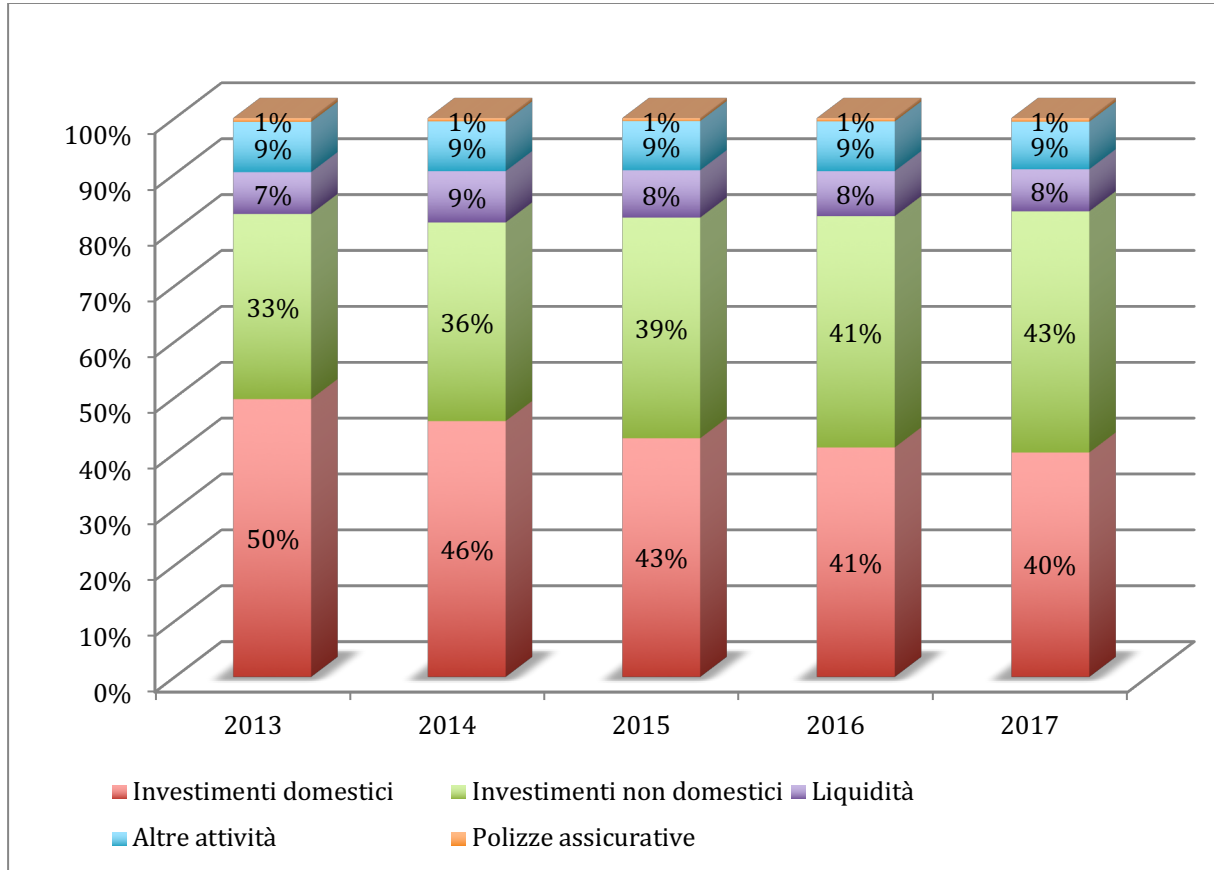


Figura 12: Investimenti domestici e non domestici, percentuali sul totale delle attività.

7 Investimenti ESG

Le scelte strategiche di allocazione del patrimonio delle Casse non perseguono scopi speculativi ma sono improntate ai criteri di prudenza, rendimento, salvaguardia e garanzia delle prestazioni future agli iscritti. In virtù di ciò, anche le Casse di Previdenza - nella selezione dei propri investimenti - possono valutare aspetti di natura ambientale, sociale o di *governance*, oltre il profilo di rischio e rendimento.

Il mondo della finanza sta attribuendo sempre più valore agli investimenti ESG (*Environmental, Social, Governance*), e secondo l'Onu, la Ue, i principali economisti e le banche centrali la sostenibilità non è più una nicchia tra la filantropia e l'ambientalismo ma è il nuovo traguardo dell'economia mondiale e sta generando investimenti per 59mila miliardi di dollari.

Per la Global sustainable investment association (Gsia), gli investimenti mondiali in società reputate sostenibili dal mercato sono passati dai 21.400 miliardi di dollari del 2014 ai quasi 40.000 miliardi nel 2017.

Assumendo una *vision* che punta ad una maggiore sostenibilità finanziaria sul lungo periodo, le Casse sono ormai interessate a quote di partecipazione in imprese che si informano sui parametri ESG e hanno iniziato a considerare gli investimenti ESG come di fondamentale importanza nelle loro politiche di investimento.

La sostenibilità economica, sociale e ambientale sta generando valore tangibile ed è al centro delle attenzioni del Legislatore, come dimostra l'entrata in vigore (con il *decreto legislativo 254/2016*) della *direttiva Ue 2014/95* sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario che si applica agli enti di interesse pubblico, con oltre 500 dipendenti, che fatturino almeno 40 milioni o con uno stato patrimoniale di oltre 20 milioni: quindi, ad esempio, anche tutte le banche e le assicurazioni nei limiti dimensionali circoscritti e le società di gestione del risparmio e intermediazione mobiliare. Pur non applicandosi direttamente alle Casse influisce sulla scelta delle politiche di investimento.

La *direttiva 2014/95/UE* identifica nelle informazioni di natura ambientale, sociale (rispetto diritti umani, gestione del personale, politiche di non discriminazione) quelle aree per le quali le società saranno tenute a divulgare notizie circa le politiche adottate, e gli investimenti che integrano tali fattori nell'analisi tradizionale vengono denominati investimenti **ESG**.

A scopo di esempio si evidenzia come **INARCASSA** al 2017 abbia investimenti in titoli classificabili **ESG** una quota del patrimonio pari a circa **472 milioni di euro**.

ENPAM ha destinato una quota fino al 5% della sua *asset allocation* (circa 1 miliardo di euro) ad investimenti correlati alla propria missione istituzionale e in grado di generare ricadute positive sulle professioni degli iscritti e quindi sull'economia reale. Inoltre, la Cassa dei medici e degli odontoiatri, ha avviato un monitoraggio del patrimonio complessivo, che ha messo in mostra una rispondenza ai parametri ESG più elevata rispetto alla media del mercato. In particolare, prendendo in considerazione i cinque principali indici ESG su Bloomberg (*Sustainalytics ESG, Bloomberg ESG disclosure score, Iss, Esg governance, Carbon disclosure project*), il patrimonio **ENPAM** ha una valutazione di 7/10. Un altro esempio decisamente virtuoso è quello dell'**ENPAP**, la Cassa degli Psicologi, che ha una quota importante del proprio patrimonio (pari al **46% del totale**, per un controvalore di oltre **576 mln di euro**) investito in fondi selezionati anche tenendo conto della effettiva implementazione, nei rispettivi processi di investimento, dei criteri "ESG". **Cassa Forense** svolge una valutazione di sostenibilità del portafoglio dei Fondi liquidi dell'Ente; a giugno 2018 gli AUM complessivi valutati sotto il profilo ESG sono il 58% degli oltre 4 miliardi in gestione. Di questi il **12%, pari a circa 504 milioni di euro**, presentano un portafoglio titoli che **supera ampiamente la verifica dei principi ESG** e dell'indice delle controversie.

I titoli nei quali sono investite le risorse tengono in considerazione il comportamento dell'azienda nei confronti dell'ambiente (rispetto a fattori quali cambiamenti climatici, emissioni di CO2, inquinamento dell'aria e dell'acqua, gli sprechi e la deforestazione), del sociale (rispetto a fattori quali politiche di genere, i diritti umani, gli standard lavorativi e i rapporti con la comunità civile) e delle pratiche di governo societario, (rispetto a fattori quali le politiche di retribuzione dei manager, la composizione del consiglio di amministrazione, le procedure di controllo, i comportamenti dei vertici e dell'azienda).

Ora più che mai il sociale, la difesa dell'ambiente, il rispetto delle regole e il buon governo rappresentano asset tangibili di un'azienda, che generano valore economico oltre che sociale.

Inoltre, gli investitori istituzionali hanno una visione più integrata e realistica dell'impresa e possono così valutare agevolmente la sostenibilità del modello aziendale, e sui rischi, diversi da quelli finanziari, al fine di ottenere un maggior beneficio anche nel processo di allocazione dei capitali (a titolo cioè sia di finanziamento sia di investimento) in un orizzonte temporale di lungo periodo.

In conclusione, l'integrazione sistematica dell'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo (ESG - *Environmental, Social and Governance*) nella valutazione delle imprese consente una miglior analisi dei rischi e delle opportunità di investimento



ASSOCIAZIONE degli ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

dispiegando i propri effetti positivi nel corso degli anni e consentendo di cogliere le tendenze di fondo delle dinamiche rilevanti.

8 Le disposizioni in materia di tassazione sugli investimenti

Dinamico e certamente disincentivante è stato inoltre il quadro normativo in materia di tassazione per il settore.

*L'art. 2, comma 6, del Decreto-Legge 13 agosto 2011, n. 138 "Ulteriori misure urgenti per la stabilizzazione finanziaria e per lo sviluppo" prescrive che, a decorrere dal 1° gennaio 2012, "le ritenute, le imposte sostitutive sugli interessi, premi e ogni altro provento di cui all'articolo 44 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 e sui redditi diversi di cui all'articolo 67, comma 1, lettere da c-bis a c-quinquies del medesimo decreto, ovunque ricorrano, sono stabilite nella misura del **20%**".*

Il medesimo Decreto-Legge specifica che "per espressa disposizione legislativa l'aliquota del 20% (permanendo l'aliquota del 12,5%), non si applica ai redditi derivanti da obbligazioni dello stato Italiano o titoli ad essi equiparati (obbligazioni emesse da organismi internazionali), ai proventi da obbligazioni emesse da stati esteri inclusi nella c.d. white-list -redditi da titoli di risparmio per l'economia meridionale, ed ai guadagni relativi ai piani di risparmio a lungo termine appositamente istituiti". Per quanto riguarda invece i rendimenti mobiliari derivanti da dividendi e commissioni retrocesse e i rendimenti del patrimonio immobiliare sotto forma di canoni di locazione, l'Ente previdenziale viene assoggettato ad imposta sui redditi delle società (IRES).

A distanza di tre anni, ovvero con il *Decreto-Legge 24 aprile 2014, n. 66 "Misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale" all'articolo 3, comma 1*, è stato stabilito che "le ritenute e le imposte sostitutive sugli interessi, premi e ogni altro provento di cui all'articolo 44 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e sui redditi diversi di cui all'articolo 67, comma 1, lettere da c-bis) a c-quinquies), del medesimo testo unico, ovunque ricorrano, sono stabilite nella misura del **26 per cento.**" Una percentuale che non trova uguali nel panorama europeo.

Il *comma 6 del medesimo articolo 3*, prevede inoltre che "La misura dell'aliquota di cui al *comma 1* si applica agli interessi, ai premi e ad ogni altro provento di cui all'articolo 44 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, divenuti esigibili e ai redditi diversi di cui all'articolo 67, comma 1,

lettere da c-bis) a c-quinquies), del predetto testo unico realizzati a decorrere dal 1° luglio 2014”.

In questo contesto si colloca la normativa che richiama espressamente le Casse di previdenza. Il sopracitato *Decreto-legge 66/2014, articolo 4, comma 6-bis*, riferendosi espressamente alle Casse, riconosce agli Enti Previdenziali Privati un credito di imposta pari alla differenza tra l'ammontare delle ritenute e imposte sostitutive applicate nella misura del 26% sui redditi di natura finanziaria per il periodo che va dal 1° luglio al 31 dicembre 2014, e l'ammontare di tali ritenute e imposte sostitutive computate nella misura del 20%. Si prevede pertanto una compensazione nel 2015, di quanto versato nel 2014.

In particolare il *comma 6-bis del richiamato art. 4* stabilisce che “in attesa di armonizzare, a decorrere dal 2015, la disciplina di tassazione dei redditi di natura finanziaria degli enti previdenziali di cui al *decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103*, con quella relativa alle forme pensionistiche e complementari di cui al *decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252*, a tali enti è riconosciuto un credito d'imposta pari alla differenza tra l'ammontare delle ritenute e imposte sostitutive applicate nella misura del 26 per cento sui redditi di natura finanziaria relativi al periodo dal 1° luglio al 31 dicembre 2014, dichiarate e certificate dai soggetti intermediari o dichiarate dagli enti medesimi e l'ammontare di tali ritenute e imposte sostitutive computate nella misura del 20 per cento.”

8.1 Investimenti “qualificati”

Con la legge di Bilancio per il 2017 sono state introdotte ulteriori disposizioni in materia fiscale sugli investimenti.

Il comma 88, dell'art. 1 della legge 11 dicembre 2016, n. 232 prevede la possibilità per gli enti di previdenza obbligatoria di cui al *decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103*, di “*destinare somme, fino al 5 per cento dell'attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente, agli investimenti qualificati*” - indicati e specificati nel successivo *comma 89* - ovvero “*le azioni o quote di imprese*” residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo con stabile organizzazione nel territorio medesimo e “*le quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio*” residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo, che investono prevalentemente negli strumenti finanziari di cui sopra.



ASSOCIAZIONE degli ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

L'agevolazione prevede che i redditi finanziari – sia di capitale sia diversi – derivanti dagli investimenti “qualificati” siano esenti dall'imposta sul reddito, ed il successivo *comma 91* dell'*articolo 1* della Legge di Bilancio 2017, dispone l'obbligo a carico delle Casse di detenere – ai fini dell'esenzione - gli strumenti finanziari oggetto di investimento per almeno 5 anni.

Il 5 ottobre 2017, la Direzione Centrale Normativa dell'Agenzia delle Entrate, ha espresso un parere in risposta ad un interpello avente ad oggetto un quesito relativo all'applicazione delle disposizioni previste - in particolare dal *comma 88 e 89* – al fine di definire il regime di esenzione dall'imposta sui redditi derivanti dagli investimenti “qualificati” chiarendo che la finalità del regime agevolato è quella di indirizzare le risorse finanziarie verso l'economia reale nel lungo periodo.

Viene altresì chiarito che – agli effetti dell'agevolazione - si considerano investimenti “qualificati” quelli sottoscritti o acquistati esclusivamente a decorrere dal 1° gennaio 2017, restando non agevolabili gli investimenti effettuati in periodi di imposta precedenti.

Infine, l'Agenzia delle Entrate ha ribadito che il limite “*del 5 per cento dell'attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente*” ha valore solo ai fini dell'applicabilità delle disposizioni e non pone alcun vincolo quantitativo al volume degli investimenti da parte delle Casse, fermo restando il “*valore massimo agevolabile del 5 per cento da calcolare annualmente tenendo conto solo degli incrementi patrimoniali.*”.



ASSOCIAZIONE degli ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI



Via Ennio Quirino Visconti, 6
00193 Roma (RM)
Tel. +39 06 36089711