



Tredicesimo Report Annuale

Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2025

A cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

anno 2026

Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2025

A cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

Componenti Comitato Tecnico Scientifico

Presidente Prof. Alberto Brambilla

Prof. Gian Carlo Blangiardo

Prof. Javier Fiz Perez

Avv. Maurizio Hazan

Dott. ssa Antonietta Mundo

Prof. Avv. Ranieri Razzante

Prof.ssa Agar Brugiavini

Dott. Natale Forlani

Prof. Marco Leonardi

Prof. Paolo Onofri

Prof. Federico Spandonaro

Prof. Paolo De Angelis

Prof. Gianni Geroldi

Prof. Enzo Moavero Milanesi

Dott. Antonio Prauscello

Prof. Tiziano Treu

Componenti Centro Studi e Ricerche

Dott. Bruno Bernasconi

Avv. Francesca Colombo

Dott. Antonio De Luca

Dott. Giovanni Gaboardi

Dott. Claudio Negro

Dott. Alessandro Pulcini

Avv. Alessandro Bugli

Dott. Edgardo Da Re

Dott. Pietro De Rossi

Dott. Salvatore Giovannuzzi

Dott.ssa Laura Neroni

Dott.ssa Tiziana Tafaro

Dott.ssa Michaela Camilleri

Dott.ssa Giulia De Angelis

Dott. Gianmaria Fragassi

Dott.ssa Mara Guarino

Dott. Paolo Novati

Il Report è stato redatto da:

Maurizio Agazzi, Bruno Bernasconi, Alberto Brambilla, Alessandro Bugli, Michaela Camilleri, Francesca Colombo, Edgardo Da Re, Giulia De Angelis, Pietro De Rossi, Stefano Distilli, Teresa Greco, Marco Martini, Federica Nappini, Paolo Novati, Alessandro Stori

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

La redazione del presente Report è stata possibile grazie al sostegno di:

AQR Capital Management, Blue Owl, Etica Sgr, Hamilton Global Opportunities, Invesco

Indice generale

Indice.....	V
Introduzione	7
1. Il quadro generale di sistema	9
2. Le Compagnie di Assicurazione.....	21
2.1 Premi, prestazioni e proventi da investimento	21
2.2 Gli investimenti del settore Vita delle assicurazioni	25
2.3 Un confronto europeo	30
3. I Fondi Pensione Aperti (FPA): iscritti, patrimoni e gestori	36
4. I Piani Individuali Pensionistici (PIP): iscritti, patrimoni e gestori	40
5. I Fondi Pensione Negoziali (FPN): attività, iscritti, patrimoni e gestori	45
6. I Fondi Pensione Preesistenti (FPP): attività, iscritti, patrimoni e gestori	58
7. Le Fondazioni di origine Bancaria: attività, partecipazioni, patrimoni e gestori	71
8. Le Casse privatizzate dei liberi professionisti: attività, iscritti, pensionati, patrimoni e gestori	80
9. I Fondi e le Casse di assistenza sanitaria integrativa	95
9.1 I risultati gestionali e patrimoniali del campione analizzato.....	101
Nota metodologica	108

Introduzione

Gli *investitori istituzionali* del nostro Paese si possono suddividere nei seguenti livelli: i *sistemi contrattualistici* complementari di secondo pilastro cui appartengono i *Fondi Pensione Negoziati (FPN)*, i *Fondi Pensione Preesistenti (FPP)*, le *Forme di assistenza sanitaria integrativa*; i *sistemi privatistici* con i Fondi Pensione Aperti (FPA), i PIP e le Compagnie di Assicurazione¹; le *Casse di Previdenza Professionali*, che svolgono la funzione previdenziale di primo pilastro, e le *Fondazioni di origine Bancaria*, che operano nel welfare territoriale e di prossimità.

Il presente **Report** si pone l'obiettivo di fornire un quadro quantitativo sul numero di questi operatori, sugli aderenti attivi e pensionati per i fondi pensione e le Casse previdenziali, sulla dimensione patrimoniale, sulla composizione e diversificazione dei patrimoni e sui gestori ai quali questi patrimoni sono affidati direttamente o indirettamente². Fornisce, inoltre, un'analisi degli investimenti in economia reale domestica per ogni tipologia di investitore. Dalla rilevazione - realizzata a partire dai bilanci d'esercizio, integrati dalle informazioni di dettaglio eventualmente fornite su richiesta del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali - si ricavano una serie di dati e classifiche per iscritti, per dimensioni patrimoniali e per gestori in base agli AUM, che consentono a tutti di disporre in modo semplice di una serie di informazioni di dettaglio spesso non disponibili in forma aggregata.

Giunto alla sua tredicesima edizione, il Report restituisce così *una dettagliata fotografia del mercato istituzionale italiano e dei trend che lo attraversano*: la costruzione nel tempo di un grande *database* che alimenta, arricchisce e al tempo stesso completa i contenuti della pubblicazione, consente poi analisi qualitative e confronti sulle serie storiche (fino al 2014), per una mappatura il più possibile approfondita dell'universo nel quale si muovono enti previdenziali e fondazionali, Compagnie di Assicurazione e forme di assistenza sanitaria integrativa. Disponibile per la consultazione su abbonamento³, il *database* relazionale aggrega infatti sotto forma di schede dedicate a ciascun investitore e interrogazioni predefinite, ma comunque personalizzabili sulla base delle esigenze degli utenti, tutti i dati relativi al patrimonio di ogni singolo Ente suddivisi per *asset class*, ai numeri e alle classifiche relative agli investitori istituzionali, alle fabbriche prodotte e alle diverse tipologie di investimenti con gli AUM, il numero di mandati, le quote di mercato e le masse gestite. A ciò si aggiunge la possibilità di fruire per il tramite diretto del *database* relazionale anche della sezione del blog ilPunto **"Cambi e Bandi"**⁴, che raccoglie quotidianamente notizie su nomine e cambi di *governance*, bandi e gare, attività di investimento, fusioni o altre forme di aggregazione, per un monitoraggio immediato e costante delle evoluzioni del settore.

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

² Nelle classifiche dei gestori non sono incluse le risorse dei Fondi Aperti e dei PIP gestite normalmente dalle stesse società istitutrici (SGR, Banche e Assicurazioni) e investite prevalentemente in strumenti finanziari, titoli, polizze e OICR della casa. Non sono incluse le risorse affidate dalle Compagnie di Assicurazione a gestori terzi.

³ L'accesso al *database* relazionale Itinerari Previdenziali avviene attraverso un'apposita area del sito Itinerari Previdenziali (www.itinerariprevidenziali.it), la cui navigazione è consentita ai soli abbonati.

⁴ <https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/ilpunto/cambi-e-bandi.html>

Completano il quadro *il focus sulle politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani* e l'*indagine annuale su investitori istituzionali e gestori finanziari*. Il primo, considerata la sempre maggiore rilevanza della finanza SRI e dei processi di integrazione dei criteri ESG, per il quinto anno consecutivo è trattato all'interno di un **Quaderno di Approfondimento** dedicato⁵ nel quale testimonianze, *best practice* e *case history* che raccolgono l'esperienza diretta di investitori e fabbriche prodotto si affiancano **ai risultati dell'ottava edizione dell'indagine Itinerari Previdenziali** sulle strategie di sostenibilità e di integrazione dei criteri ESG nei portafogli di Fondi Pensione Negoziali e Preesistenti, Casse di Previdenza, Fondazioni di origine Bancaria e Compagnie di Assicurazione. Avvalendosi anche dei dati raccolti in occasione delle *survey* annuali contenute nelle precedenti edizioni del Report, si ottiene così una panoramica completa del processo di diffusione dei principi di investimento responsabile nel comparto del welfare.

Infine, l'indagine annuale su investitori istituzionali e gestori finanziari⁶ si propone invece di sondare con un approccio di tipo qualitativo dinamiche e prospettive future del mercato istituzionale italiano, indagando il *sentiment* dei suoi protagonisti su scenari e proposte di investimento, *performance* finanziarie e rapporti con gli altri attori del comparto (enti, fabbriche prodotto e *advisor*). Grazie a un *track record* di quasi 15 anni, l'indagine – così come il Report stesso - non si limita a fotografare il presente ma traccia anche un interessante *excursus* circa l'evoluzione storica del comparto istituzionale del Paese, tanto sul lato della domanda quanto su quello dell'offerta, divenute sempre più ampie, strutturate ed eterogenee nel corso del tempo.

⁵ Il Quaderno di Approfondimento "ESG e SRI, le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani" è disponibile per il *download* sul sito Itinerari Previdenziali:

<https://www.itinerariprevidenziali.it/ricerca/esg-sri-2026-istituzionali-italiani/>

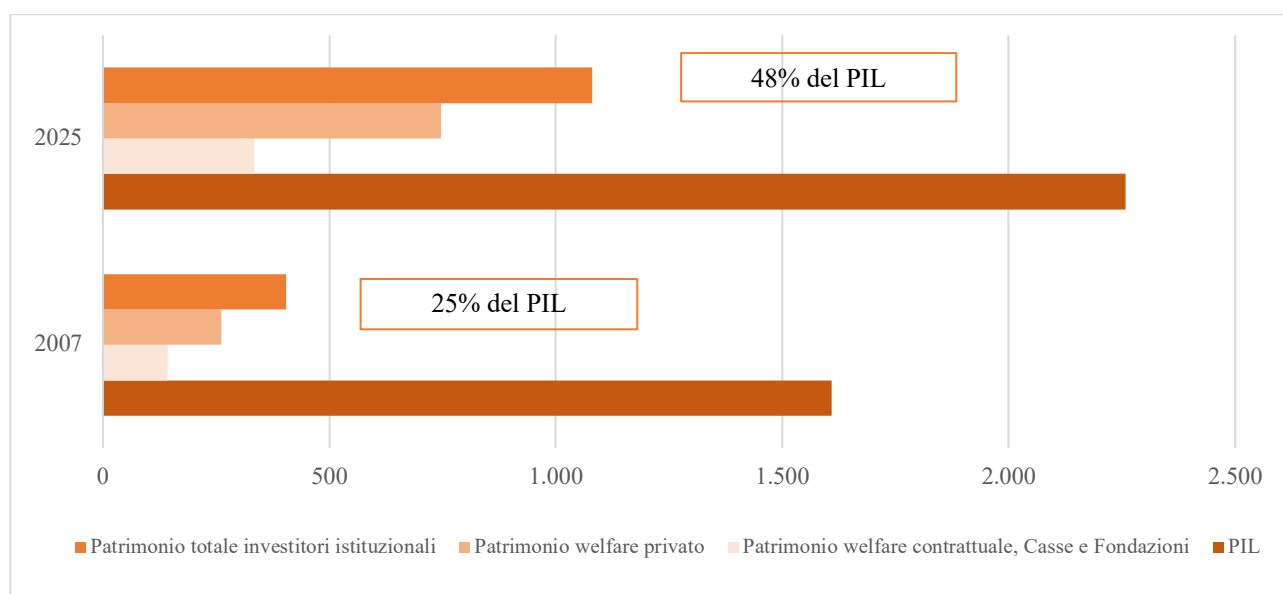
⁶ La XV Indagine annuale su investitori istituzionali e gestori finanziari – "Sentiment e prospettive del mercato istituzionale italiano" è disponibile per il *download* sul sito Itinerari Previdenziali:

<https://www.itinerariprevidenziali.it/ricerca/quindicesima-indagine-enti-gestori/>

1. Il quadro generale di sistema

Prosegue anche nel 2025 la crescita del patrimonio degli investitori istituzionali italiani, in linea con gli ultimi due anni, dopo la flessione registrata nel 2022 dovuta all'andamento particolarmente negativo dei mercati finanziari. Negli ultimi 19 anni, il patrimonio degli investitori che operano nel welfare contrattuale (Fondi Pensione Negoziali, Preesistenti e Fondi Sanitari Integrativi), Casse privatizzate dei liberi professionisti e Fondazioni di origine Bancaria, è aumentato dai 142,85 miliardi di euro del 2007 ai **334,38** del 2025, con un incremento del 134%. Rapportato al PIL, il patrimonio di questi investitori istituzionali è pari al **14,8%**; considerando anche il patrimonio del welfare privato (Compagnie di Assicurazione del settore Vita, rami I, IV e V, prevalentemente di natura previdenziale, Fondi Aperti e PIP), tale rapporto aumenta al **48% (figura 1.1)**. All'aumento del patrimonio è corrisposta una progressiva riduzione del numero di operatori, soprattutto di piccole dimensioni che si sono fusi in soggetti più grandi e organizzati, fenomeno che riguarda prevalentemente i Fondi Preesistenti appartenenti ai grandi gruppi bancari e marginalmente i Fondi Pensione Negoziali dei settori trasporti e cooperazione. Fanno eccezione i Fondi Sanitari, il cui numero probabilmente sottostimato in quanto l'iscrizione all'Anagrafe è volontaria, che numericamente sono aumentati negli ultimi anni.

Figura 1.1 - Il patrimonio degli investitori istituzionali in rapporto al PIL, anni 2007 e 2025 (valori in miliardi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

Il posizionamento internazionale - Il settore più confrontabile a livello internazionale è quello dei fondi pensione. I dati più completi si ricavano dal report dell'OCSE¹ sulla base di due classifiche: quella per **patrimonio complessivo** dei fondi pensione e quella per **rapporto tra patrimonio dei fondi pensione e PIL**. Nella classifica 2025 per **patrimonio dei fondi pensione**, l'Italia si posiziona al **15° posto** su 38 Paesi appartenenti all'area OCSE (nel 2021 eravamo al 12°) mentre siamo al **17° posto** includendo anche gli altri 30 Paesi non OCSE (nel 2021 eravamo al 13°), preceduta da USA, Canada, UK, Australia, Paesi Bassi, Svizzera, Giappone, ecc. (**tabella 1.1**). Siamo lontani dal *Government*

¹ Preliminary 2025 Data on Pension Funds - June 2026, Pension Markets in Focus OCSE.

Pension Investment del Giappone o dal *Government Pension Fund* della Norvegia che nel 2024 hanno raggiunto rispettivamente un patrimonio di 1,65 e 1,77 trilioni di dollari², ma con oltre 320 miliardi di patrimonio i nostri fondi pensione iniziano ad avere una buona capitalizzazione e ad essere un mercato interessante anche per l'entità della contribuzione che nell'ultimo anno è stata di **22,4 miliardi** pari a circa un punto di PIL.

Tabella 1.1 – Il patrimonio dei fondi pensione nei primi 20 Paesi OCSE e non OCSE³ 2025 (dati preliminari)

Paesi OCSE e non OCSE	in milioni di \$	% PIL
Stati Uniti	49.404.015	160,6
Canada	3.854.095	166,8
Regno Unito	3.005.373	74,4
Australia	2.608.813	143,4
Olanda	1.946.461	140,5
Svizzera	1.816.628	166,1
Giappone	1.145.995	27,0
Danimarca	971.281	201,5
Svezia	856.072	120,0
Brasile	643.729	27,8
Corea	636.766	34,3
India	601.021	15,6
Messico	504.674	25,7
Israele	503.739	76,1
Francia	473.683	13,5
Germania	323.488	6,2
Italia	321.131	12,1
Hong Kong (China)	251.411	58,7
Cile	239.311	64,1
Finlandia	228.691	69,4

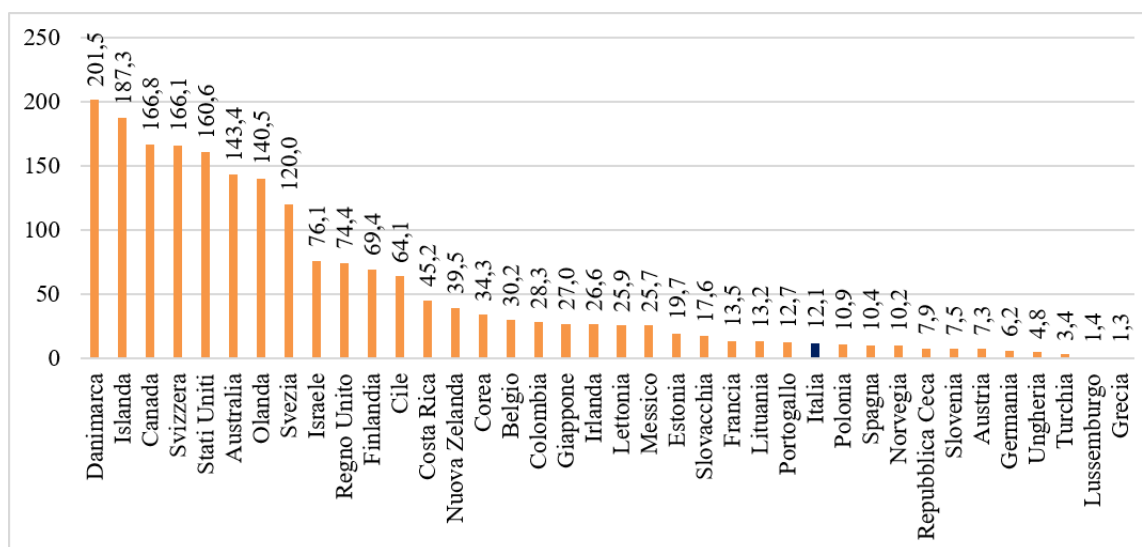
Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati OCSE

Nella classifica che rapporta il patrimonio dei fondi pensione al PIL l'Italia si posiziona al **27° posto** con un rapporto pari **al 12,1%**, il che, se verranno implementate le necessarie riforme in termini di rendite complementari, fondo di garanzia per le micro e le PMI (eliminato dal Governo Prodi/Damiano nel 2007) e la revisione fiscale prevista nella delega, consente grandi possibilità di aumento del rapporto che migliorerebbe ulteriormente il posizionamento dell'Italia considerando che i primi 12 Paesi sono già oltre il 50% in rapporto al PIL.

² Si veda “Global top 300 pension funds”, Thinking Ahead Institute, settembre 2025.

³ In alcuni Paesi sono diffusi anche altri strumenti, come le *book reserves* in Germania, Austria e Svezia, le polizze assicurative con finalità pensionistiche in Francia, Svezia e Danimarca, e altri strumenti finanziari esplicitamente connotati da finalità previdenziali, in particolare negli Stati Uniti. Considerando anche tali strumenti, in alcuni Paesi le complessive risorse accumulate nel sistema previdenziale aumentano considerevolmente. Per facilitare il confronto tra Paesi, l'OCSE utilizza il valore del totale degli investimenti.

Figura 1.2 – Il patrimonio dei fondi pensione in rapporto al PIL nei Paesi OCSE 2025



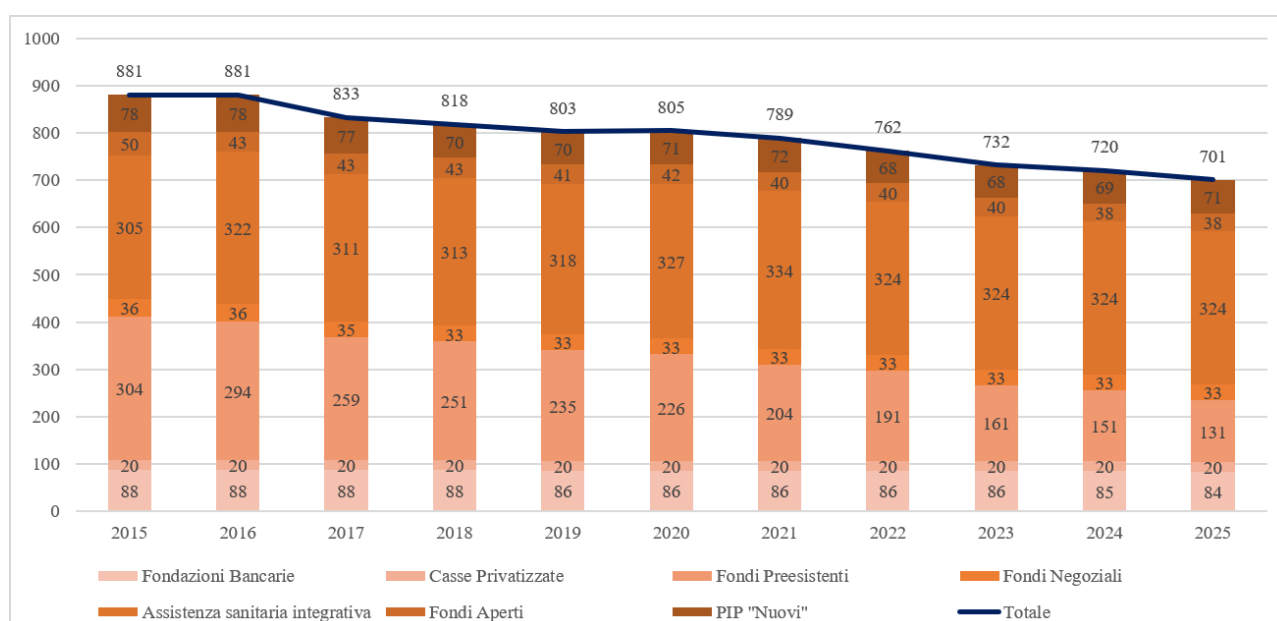
Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati OCSE

I numeri degli operatori - Sono **268** gli **investitori istituzionali** operativi a fine 2025 (21 in meno rispetto all'anno precedente), nella forma giuridica delle Associazioni e Fondazioni (**figura 1.3**); in dettaglio, si tratta di **84 Fondazioni di origine Bancaria**, **20 Casse Professionali Privatizzate**⁴, **33 Fondi pensione Negoziali** e **131 Fondi pensione Preesistenti** (erano 323 nel 2014); dal 2007 a oggi il sistema, soprattutto per i Fondi Pensione Preesistenti si è razionalizzato e ridotto di 302 unità. A questi investitori si aggiungono le Casse e i Fondi di Assistenza Sanitaria Integrativa che, sulla base degli ultimi dati ufficiali dell'Anagrafe dei fondi tenuta presso il Ministero della Salute riferiti però al 2022, sono **324**, un numero eccessivamente elevato per il sistema Italia se si considera che i primi 51 Fondi rappresentano oltre i due terzi dell'intero sistema.

Nel 2025 si registra la riduzione di una unità tra le Fondazioni di origine Bancaria e di 20 unità tra i Fondi Preesistenti a seguito di accorpamenti e fusioni; aumentano i PIP "nuovi" (da 69 a 71) mentre rimane invariato il numero di Fondi Negoziali (33), Fondi Aperti (38) e Casse di previdenza (20 per 22 gestioni).

⁴ Inclusa ONAOSI ed escluse le due gestioni ENPAIA, Periti Agrari e Agrotecnici. Da luglio 2022 INPGI Gestione sostitutiva dell'AGO è confluita in INPS.

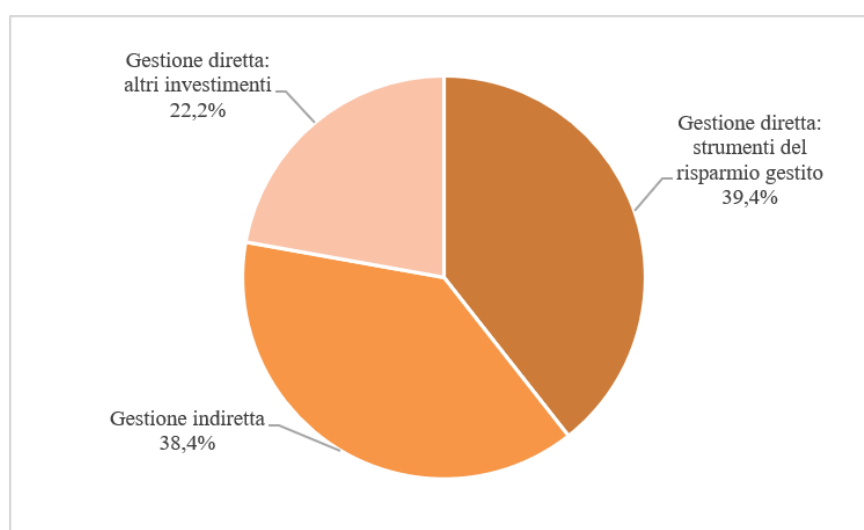
Figura 1.3 - L'evoluzione della platea di investitori istituzionali italiani dal 2014 al 2025



Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

Il patrimonio e le modalità di gestione - Nel 2025 gli investitori istituzionali operanti nel welfare contrattuale (Fondi Negoziati, Preesistenti e Casse sanitarie), in quello delle libere professioni (Casse privatizzate) e nel welfare di prossimità o territoriale (Fondazioni di origine Bancaria) evidenziano un patrimonio che ammonta a **334,38 miliardi di euro (tabella 1.2)**, in aumento di 19 miliardi (+6%), in linea con la crescita registrata lo scorso anno. Di questi, **121 miliardi** sono affidati a gestori professionali tramite mandati, in aumento rispetto ai 120 del 2024 e ai 109 del 2023, e ulteriori **125 miliardi** (erano 117 nel 2024 e 110 nel 2023) investiti direttamente in OICR, FIA, ETF e polizze (veicoli dedicati inclusi); in totale, tra diretti e indiretti gli investimenti affidati a gestori professionali ammontano a **246 miliardi** in continua crescita da molti anni (237 del 2024, 219 del 2023, 209 nel 2022, 211 nel 2021, 196 nel 2020, 181 nel 2019 e 164,9 nel 2018). L'affidamento diretto o indiretto alle società di gestione riguarda il **78%** del patrimonio totale analizzato nel presente Report (319 miliardi tra Fondi Negoziati, Preesistenti, Fondazioni e Casse privatizzate), in lieve aumento rispetto all'anno precedente. Questa percentuale è calcolata sul patrimonio totale del campione che è composto da tutti i Fondi Negoziati, dalle Casse Privatizzate, dai 37 Fondi Preesistenti che valgono il 93% del totale e dalle 32 Fondazioni di origine Bancaria con un patrimonio pari all'89% del totale. Le risorse affidate esternamente a gestori professionali sono assegnate sia tramite mandati di gestione sia in strumenti del risparmio gestito (fondi comuni d'investimento e **piattaforme** che investono a loro volta in fondi o altri strumenti del risparmio gestito, **SICAV o comparti di SICAV – SIF o fondi dedicati al singolo investitore**) oppure aperti a due o più investitori come per le Fondazione di origine Bancaria.

Figura 1.4 – Le modalità di gestione dei patrimoni istituzionali



A questi investitori si aggiungono i soggetti operanti nel welfare cosiddetto privato, e cioè i **Fondi Pensione Aperti** (FPA), i **Piani Individuali Pensionistici** (PIP) e le **Compagnie di Assicurazione** relativamente al ramo Vita, il cui patrimonio complessivo ammonta a **746,63 miliardi**, con un aumento di circa 32 miliardi di euro rispetto ai 714,22 del 2024.

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

Anno	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Inv. istituzionali																			
Fondazioni Bancarie	57,55	58,48	58,66	59,50	52,81	51,00	49,25	48,60	48,56	46,35	46,10	45,70	46,99	46,15	47,37	47,60	48,55	50,80	53,10
Casse Privatizzate *	37,60	40,60	44,10	47,70	51,50	55,90	60,80	65,50	69,94	74,21	78,74	82,99	88,55	92,46	97,83	100,71	107,03	115,23	122,68
Fondi Preesistenti	36,10	35,90	39,80	42,00	43,90	47,97	50,40	54,03	55,30	57,54	58,99	59,70	63,51	66,11	67,60	64,34	67,12	69,60	71,89
Fondi Negoziati	11,60	14,10	18,80	22,40	25,30	30,17	34,50	39,64	42,55	45,93	49,46	50,41	56,14	60,37	65,32	61,10	67,88	74,59	81,52
Assistenza sanitaria integrativa **	n.d.	n.d.	n.d.	2,42	2,61	2,87	3,17	3,24	3,45	3,59	3,96	4,10	4,20	4,50	4,65	4,70	4,95	5,10	5,19
Totale welfare contrattuale, Casse e Fondazioni	142,85	149,08	161,36	174,02	176,12	187,91	198,12	211,01	219,80	227,62	237,25	242,90	259,38	269,59	282,77	278,45	295,52	315,33	334,38
Fondi Aperti***	4,29	4,66	6,27	7,53	8,36	10,08	11,99	13,98	15,43	17,09	19,15	19,62	22,84	25,37	28,97	28,05	32,62	37,29	42,52
PIP "Nuovi"	1,02	1,95	3,39	5,22	7,19	9,81	13,01	16,36	20,06	23,71	27,64	30,70	35,48	39,06	43,99	45,49	49,94	54,73	59,13
PIP "Vecchi"	4,77	4,66	5,56	5,98	5,99	6,27	6,50	6,85	6,78	6,93	6,98	6,63	7,06	7,01	7,34	6,62	6,84	7,20	6,98
Compagnie di assicurazione****	251,19	241,23	293,62	330,43	338,44	353,73	387,09	441,09	480,16	517,33	539,40	561,42	591,29	612,53	624,34	607,00	608,00	615,00	638,00
Totale welfare privato	261,27	252,50	308,84	349,16	359,98	379,90	418,59	478,28	522,43	565,06	593,17	618,37	656,67	683,97	704,64	687,16	697,40	714,22	746,63
Totale generale	404,11	401,57	470,20	523,18	536,09	567,81	616,71	689,29	742,23	792,67	830,42	861,27	916,06	953,56	987,41	965,61	992,92	1.029,54	1.081,00

Fonti: COVIP, Ministero della Salute, ANIA, Acri, Ivass. * A partire dal 2022 il patrimonio include Onaosi ed esclude Inpgi gestione sostitutiva, confluita in INPS. ** Stime Itinerari Previdenziali su dati Ministero della Salute e da rilevazione bilanci *** I fondi aperti includono le adesioni individuali e le collettive. Nota: con il termine patrimonio ci si riferisce al totale degli attivi di bilancio per le Fondazioni di origine Bancaria e le Casse Privatizzate dei liberi professionisti; all'ANDP per i fondi pensione. **** Dati relativi al ramo vita Classe C, rami elementari I, IV, V (Fonte ANIA, IVASS).

Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

Sommando il welfare contrattuale alle Casse e Fondazioni e il welfare privato, il patrimonio totale raggiunge i **1.081 miliardi con un aumento di 51,34 miliardi** rispetto ai 1.029,54 miliardi di euro del 2024 (erano 861,27 nel 2018), nonostante la battuta d'arresto del 2022 (seconda volta nella serie storica analizzata dal Report, con il 2008, l'anno del fallimento di Lehman Brothers), con un aumento del 5% rispetto all'anno precedente. Il patrimonio totale risulta **pari al 48% del PIL nazionale⁵**. Allargando lo sguardo all'intero periodo temporale di osservazione, il patrimonio degli investitori istituzionali rispetto ai **404,11 miliardi** di euro del 2007 e nonostante le innumerevoli crisi, ha

⁵ PIL Italia nel 2025 pari a 2.258,05 miliardi (DFP 2026, MEF).

registrato un incremento complessivo del **168%**. Come il 2023 e il 2024, il 2025 è stato un anno positivo per tutti gli investitori istituzionali.

I flussi - Nel 2025, per quanto riguarda il *welfare contrattuale*, i Fondi Pensione negoziali e Preesistenti hanno registrato un flusso netto di contribuzioni (entrate contributive – uscite per prestazioni) di 2,84 miliardi, le Casse privatizzate di 4,44 miliardi mentre non hanno flussi le Fondazioni di origine Bancaria e poco significativi i fondi sociosanitari; considerando anche i rendimenti prodotti dalla gestione finanziaria, la variazione patrimoniale (*tabella 1.3*) si conferma positiva e pari a **19,05 miliardi**; in termini assoluti, la crescita più significativa è relativa alle Casse privatizzate con +7,45 miliardi di euro, seguite dai Fondi Negoziali, con +6,92 miliardi di euro; incremento patrimoniale anche per i Fondi Preesistenti con +2,29 e per le Fondazioni di origine Bancaria con +2,3 miliardi.

Per quanto riguarda il *welfare privato* i fondi pensione aperti e i PIP hanno avuto un flusso netto di 6,1 miliardi mentre la raccolta netta delle Compagnie è stata ancora negativa per 18,75 miliardi; nonostante ciò, le Compagnie di Assicurazione hanno segnato un aumento del patrimonio di +23 miliardi, mentre i Fondi Pensione Aperti e per i PIP (rispettivamente 5,23 e 4,4 miliardi). In totale l'incremento patrimoniale derivante da flussi netti e dai rendimenti è di 51,46 miliardi.

Tabella 1.3 - Le variazioni del patrimonio degli investitori istituzionali dal 2015 al 2025
(variazioni in % e valori assoluti in miliardi di euro)

	Var 2015-2016		Var 2016-2017		Var 2017-2018		Var 2018-2019		Var 2019-2020		Var 2020-2021		Var 2021-2022		Var 2022-2023		Var 2023-2024		Var 2024-2025	
	Var %	Var ass.	Var %	Var ass.	Var %	Var ass.	Var %	Var ass.	Var %	Var ass.	Var %	Var ass.	Var %	Var ass.	Var %	Var ass.	Var %	Var ass.	Var %	Var ass.
Fondazioni bancarie	-4,56%	-2,21	-0,54%	-0,25	-0,87%	-0,4	2,81%	1,29	-1,78%	-0,84	2,65%	1,22	0,48%	0,23	1,99%	0,95	4,64%	2,25	4,53%	2,30
Casse Privatizzate	6,11%	4,27	6,10%	4,53	5,40%	4,3	6,70%	5,56	4,42%	3,91	5,81%	5,37	2,95%	2,88	6,28%	6,32	7,66%	8,20	6,46%	7,45
Fondi Preesistenti	4,05%	2,24	2,52%	1,45	1,20%	0,7	6,39%	3,81	4,09%	2,60	2,25%	1,49	-4,83%	-3,26	4,32%	2,78	3,70%	2,48	3,29%	2,29
Fondi Negoziali	7,95%	3,38	7,69%	3,53	1,92%	0,9	11,36%	5,73	7,54%	4,23	8,20%	4,95	-6,46%	-4,22	11,09%	6,77	9,90%	6,72	9,28%	6,92
Forme di assistenza sanitaria integrativa	4,00%	0,14	10,20%	0,37	13,75%	0,5	22,22%	1,00	-13,64%	-0,75	2,11%	0,10	3,09%	0,15	8,00%	0,40	5,56%	0,30	1,76%	0,09
Tot. welfare contrattuale, Casse Priv. e Fondazioni	3,56%	7,81	4,20%	9,58	2,55%	6,1	7,15%	17,39	3,51%	9,15	4,87%	13,13	-1,49%	-4,22	6,18%	17,22	6,74%	19,96	6,04%	19,05
Fondi Aperti	10,70%	1,66	12,05%	2,06	2,48%	0,5	16,41%	3,22	11,07%	2,53	14,18%	3,60	-3,19%	-0,92	16,30%	4,57	14,32%	4,67	14,03%	5,23
PIP "Nuovi"	18,20%	3,65	16,58%	3,93	11,09%	3,1	15,55%	4,77	10,09%	3,58	12,62%	4,93	3,41%	1,50	9,77%	4,45	9,59%	4,79	8,04%	4,40
PIP "Vecchi"	2,23%	0,15	0,72%	0,05	-5,07%	-0,4	6,61%	0,44	-0,78%	-0,05	4,72%	0,33	-9,85%	-0,72	3,43%	0,23	5,20%	0,36	-3,03%	-0,22
Compagnie di Assicurazione	7,74%	37,2	4,27%	22,1	4,08%	22	5,32%	29,87	3,59%	21,24	1,93%	11,81	-2,78%	-17,34	0,16%	1,00	1,15%	7,00	3,74%	23,00
Totale welfare privato	8,16%	42,6	4,97%	28,1	4,25%	25	6,19%	38,30	4,16%	27,29	3,02%	20,67	-2,48%	-17,48	1,49%	10,25	2,41%	16,82	4,54%	32,41
Totale generale	6,80%	50,4	4,76%	37,8	3,76%	31	6,46%	55,69	3,97%	36,45	3,54%	33,81	-2,20%	-21,70	2,84%	27,46	3,70%	36,77	5,00%	51,46

Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

Nel 2025, quindi, aumentano i patrimoni per tutti gli investitori istituzionali derivanti da contribuzioni, nuove sottoscrizioni, adesioni, dividendi e plusvalenze da gestione con le Compagnie di Assicurazione che dopo la battuta d'arresto del 2022/23, tornano a contribuire al risultato positivo. I nuovi flussi 2025 sono pari a 13,38 miliardi e a differenza del passato mancano i flussi netti delle Compagnie di Assicurazione.

In termini di potenzialità di mercato e cioè di nuove risorse da reinvestire, (oltre ai circa 14 miliardi di flussi contributivi netti) il totale annuo investibili, sommando ai flussi annui anche gli asset in scadenza ipotizzando una *duration* degli investimenti di 10 anni, ammonta a circa 52 miliardi per il welfare contrattuale (19+33) e 106 miliardi per quello privato (32,41+74,6), per nuovi investimenti vale circa 150 miliardi, ai quali si sommano le scadenze relative ai 280 miliardi di polizze *unit linked*.

Iscritti - La solidità delle forme di welfare si misura oltre che sul patrimonio e sui flussi contributivi anche sull'evoluzione del numero di iscritti. A fine 2025 gli iscritti ai fondi pensione sono risultati **10,425 milioni** (+4,8% rispetto all'anno precedente) di questi 1,5 milioni sono classificati come "altri

iscritti” e sono le persone a carico, i pensionati e soggetti che hanno temporaneamente perso i requisiti di partecipazione; le posizioni aperte sono 11,577 milioni poiché 1,152 milioni hanno posizioni multiple (sono contemporaneamente iscritti a 2 o più fondi). Tuttavia, gli iscritti “versanti” che contribuiscono regolarmente sono 7,442 milioni mentre gli iscritti “non versanti” sono 2,747 milioni, di cui 1,43 milioni da più di 5 anni. Nel dettaglio, come si avrà modo di approfondire nei successivi capitoli, gli aderenti ai Fondi Aperti sono 2.210.772, con un incremento dell’8,7% sul 2024 che si conferma anche quest’anno il più significativo tra le forme di previdenza complementare; ai PIP “nuovi” aderiscono 3.800.859 soggetti (+2,9%); anche gli iscritti ai Fondi Preesistenti registrano un lieve aumento, attestandosi a 665.958 (+0,9%) mentre i Fondi Negoziali con 4.358.495 aderenti segnano un +6,1%, anche grazie al meccanismo di adesione contrattuale. Rispetto al numero di occupati, che alla fine del 2025 erano pari a 24,142 milioni, il tasso di adesione (rapportato agli iscritti di età oltre i 15 anni) si attesta al 42,4% anche se, considerando gli iscritti effettivamente versanti, il tasso scende al 30,9%. Per completare il numero di lavoratori che partecipano al welfare contrattuale, vanno aggiunti **1,7 milioni** di iscritti alle Casse privatizzate. Si possono invece stimare circa **18 milioni** di iscritti alle forme di assistenza sanitaria integrativa considerando anche i pensionati e i familiari a carico degli iscritti (dato ufficiale fermo al 2022 pari a 16,27 milioni). Da notare che una parte degli iscritti alle Casse sanitarie aderiscono già ai fondi pensione o alle Casse privatizzate.

I rendimenti – Nel 2025 l’andamento dei mercati finanziari ha beneficiato della progressiva stabilizzazione dell’inflazione in prossimità degli obiettivi delle banche centrali e del conseguente allentamento delle politiche monetarie. Nonostante l’acuirsi di nuove tensioni geopolitiche, la crescita economica e il commercio internazionale non hanno subito contrazioni significative, mostrando una tenuta superiore alle attese. Le tendenze osservate sui mercati si sono riflesse sui risultati degli investitori istituzionali, che hanno registrato in media rendimenti positivi, in particolare per le linee a maggiore contenuto azionario e, in misura minore, per quelle che investono maggiormente in Titoli di Stato e altri titoli di debito: i Fondi Aperti e i PIP – Unit Linked hanno segnato *performance* rispettivamente pari al 5,7% (+6,5% nel 2024) e al 5,1% (+9% nel 2024), seguiti dai Fondi Negoziali con il 4,8% (+6% nel 2024) e dai Fondi Preesistenti con il 3,8%; le Gestioni separate hanno registrato un +1,5% e le Fondazioni di origine Bancaria un +7,5% (**tabella 1.4**).

Valutando la redditività su orizzonti temporali più coerenti con il risparmio previdenziale, la buona diversificazione degli investimenti ha consentito di mantenere un vantaggio nella media a 10 anni sia per i rendimenti composti sia per quelli cumulati, su inflazione e media quinquennale del PIL, pareggiando il rendimento del TFR ad eccezione dei fondi negoziali. Anche i risultati dell’ultimo triennio mostrano rendimenti nettamente positivi e superiori ai benchmark del TFR e dell’inflazione in scia al recupero dei mercati finanziari dopo il crollo del 2022, che invece pesa ancora sui risultati a 5 anni.

Tabella 1.4 - Rendimenti a confronto: annui, dal 2015 al 2025, medi annui composti a 3, 5 e 10 anni, cumulati (valori percentuali)

Rendimento medio annuo composto															Rendimento cumulato		
	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	3 anni	5 anni	10 anni	3 anni	5 anni	10 anni
Fondazioni di origine Bancaria	7,5	6,8	4,9	3,5	5,7	3,6	6,5	2,7	5,3	3,4	3,4	6,4	5,7	5,0	20,4	31,8	62,6
Fondi negoziali	4,8	6,0	6,7	-9,8	4,9	3,1	7,2	-2,5	2,6	2,7	2,7	5,8	2,3	2,4	18,5	12,2	27,3
Fondi preesistenti	3,8	4,3	4,4	-4,4	4,1	2,6	5,6	-0,2	3,2	3,3	2,0	4,2	2,4	2,6	13,0	12,5	29,7
Fondi aperti	5,7	6,5	7,9	-10,7	6,4	2,9	8,3	-4,5	3,3	2,2	3,0	6,7	2,9	2,6	21,5	15,4	29,7
PIP - Gestioni separate	1,5	1,4	1,3	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9	2,1	2,5	1,4	1,3	1,5	4,3	6,9	16,5
PIP - Unit linked	5,1	9,0	8,4	-11,5	11	-0,2	12,2	-6,5	2,2	3,6	3,2	7,5	4,1	3,1	24,2	22,0	35,2
Rivalutazione TFR	1,9	1,9	1,6	8,3	3,6	1,2	1,5	2,0	2,0	1,5	1,2	1,8	3,4	2,5	5,5	18,4	27,9
Inflazione	1,5	1,0	5,7	8,1	1,9	-0,2	1,0	1,2	1,1	-0,1	0,1	2,7	3,6	2,0	8,4	19,4	22,4
Media quinquennale PIL	4,3	3,9	2,7	1,0	0,1	2,0	1,9	1,3	0,6	0,6	0,6	3,6	2,5	1,9	11,2	13,2	21,1

*Per i fondi pensione si tratta dei rendimenti netti annui composti tratti dalla Relazione COVIP per l'anno 2025, ossia al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva (TFR compreso).
Per le Fondazioni di origine Bancaria si tratta del rapporto tra proventi totali, al netto della relativa tassazione, e il patrimonio medio a valori di libro, quindi proventi netti/(patrimonio netto inizio esercizio + patrimonio netto fine esercizio)/2.

La **tabella 1.4.1** evidenzia i rendimenti dei fondi pensione suddivisi nelle tipologie classiche delle linee di investimento: i comparti azionari hanno registrato le *performance* migliori, con rendimenti in media pari al 9,6% nei fondi aperti, al 7,8% nei PIP e al 7,7% nei fondi negoziali; anche i comparti bilanciati e obbligazionari hanno registrato rendimenti medi positivi, con i bilanciati nell'ordine del 5% nei negoziali, del 5,5% negli aperti e del 3,5% nei PIP di ramo III, e con gli obbligazionari misti dal 4,7% nei negoziali al 2,5% negli aperti.

Tabella 1.4.1 - I rendimenti delle forme pensionistiche complementari al 31/12/2025 (valori %)

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

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

Economia reale - La **tabella 1.5** mette a confronto la percentuale investita nell'economia reale del Paese dai diversi investitori istituzionali.

Le Fondazioni di origine Bancaria si confermano il maggiore investitore per risorse destinate all'economia reale del Paese con il **39,76%** dell'attivo, di cui il 23,84% relativo all'esposizione nella banca conferitaria, in Cassa Depositi e Prestiti e Fondazione Con il Sud, in calo rispetto al 26,73% del 2024, dovuto alla riduzione nella banca conferitaria; considerando anche l'investimento in titoli di Stato l'esposizione Italia sale al 44,18% cui si dovrebbero sommare i beni immobiliari strumentali. Le Casse privatizzate dei liberi professionisti si posizionano al secondo posto, con investimenti pari al 15,82% del totale attivo; considerando i titoli di Stato l'esposizione Italia sale al 28,17% cui si dovrebbero sommare i beni immobiliari strumentali e a reddito. Seguono i Fondi Pensione Preesistenti con l'8,8% dell'attivo che aumenta al 17,6% considerando i titoli di Stato e il 18,1% sommando anche lo 0,5% di valori mobiliari. I Fondi Negoziati investono in economia reale il 3,9% che aumenta al 13,8% con i titoli di Stato; la parte immobiliare è a zero. I dati indicano, soprattutto per il comparto dei Fondi Pensione e in parte per le Casse ampi margini di incremento.

Tabella 1.5 - Gli investimenti in economia reale degli investitori istituzionali nel 2025

Investitori istituzionali	Patrimonio (*)	Investimenti in economia reale esclusi i titoli di Stato (**)	di cui azionario Italia	di cui obbligazionari corporate Italia	di cui fondi comuni che investono prevalentemente in Italia	Investimenti in Titoli di Stato italiani	Investimenti in economia reale compresi i Titoli di Stato
Casse Privatizzate	122,68	15,82%	4,34%	0,63%	10,85%	12,35%	28,17%
Fondazioni di origine Bancaria (***)	47,11	39,76%	34,79%	1,57%	3,40%	4,42%	44,18%
Fondi pensione preesistenti autonomi	42,72	8,80%	4,70%	4,10%		8,80%	17,60%
Fondi pensione negoziali	81,52	3,90%	1,60%	2,30%		9,90%	13,80%
(*) dati in miliardi di euro; il patrimonio è quello del totale attivo di tutte le Casse Privatizzate, all'Attivo Netto Destinato alle Prestazioni di tutti i fondi negoziali e di tutti i fondi preesistenti autonomi con esclusione dei 28,335 miliardi di patrimonio in riserve tecniche presso le Compagnie di Assicurazioni; al patrimonio delle Fondazioni del nostro campione							
(**) Per investimenti in economia reale nazionale si intendono: le azioni italiane, le obbligazioni corporate italiane, la stima dei titoli italiani negli OICR, i FIA per la componente investita in Italia. Sono esclusi i titoli di Stato (di cui si riporta comunque la percentuale del patrimonio investito), gli immobili a reddito e quelli strumentali che valgono lo 0,5% per i fondi preesistenti e zero per i negoziali; valori più alti per le Fondazioni e le Casse. Sono invece inclusi gli investimenti istituzionali in banche conferitarie e Fondazione Con il Sud (per le Fondazioni di origine Bancaria), CDP e Banca d'Italia							
(***) Nell'azionario Italia sono ricomprese le partecipazioni nelle banche conferitarie che valgono il 23,84% del totale attivo del campione							

Permane preoccupante, ma lo avevamo evidenziato fin dal lontano 1997, l'esiguità degli investimenti in economia reale dei fondi di natura contrattuale, in gran parte alimentati dal TFR, che per le aziende è “*circolante interno*” ed è quindi la prima e principale forma di finanziamento dell'economia reale. Per questa ragione, il D. Lgs 252 del 2005, ancor prima della crisi e del relativo credit crunch del 2008, aveva previsto un fondo di garanzia per le PMI per finanziare a tassi vantaggiosi il deflusso del TFR dalle aziende con finanziamenti a medio lungo termine tali da stabilizzare le partite debitorie di queste imprese, fondo che inspiegabilmente è stato soppresso dal Governo Prodi/Damiano, creando condizioni sfavorevoli per i lavoratori delle aziende fino a 49 dipendenti nell'accesso a forme complementari e dirottando il TFR nel fondo INPS che li utilizza per spesa corrente, e che ha sottratto all'economia reale quasi 112 miliardi dall'avvio della riforma nel 2007. Per questo la prima cosa da fare è il ripristino del **fondo di garanzia** istituito dal D. Lgs. n. 252/05 per facilitare il finanziamento delle PMI che versano il TFR ai fondi pensione. Tale reintroduzione consentirebbe la partecipazione alla previdenza complementare anche a una parte dei quasi 7,7 milioni di lavoratori che operano nelle 4,2 milioni di aziende (95% del totale) che occupano fino a 9 dipendenti (microimprese) dei quali solo il 6% circa ha aderito ai fondi pensione; lo stesso discorso vale per le imprese fino a 15 dipendenti e, in parte, per quelle fino a 49 addetti (piccole imprese) che rappresentano il 4,7% del totale. Con le difficoltà di credito soprattutto per le imprese di queste dimensioni, la maggioranza di questi lavoratori hanno difficoltà a disporre del TFR e quindi a iscriversi ai fondi pensione. Secondo i dati COVIP, dal 2007 alla fine del 2025 il flusso di TFR verso i fondi pensione è ammontato a 115,452 miliardi e di questi ne sono stati investiti in economia reale domestica molto pochi. Una situazione che ha negative ripercussioni sull'occupazione, sulla produttività e anche sui salari che perdono in potere d'acquisto reale, contribuendo alla bassa crescita del nostro Paese. Sarebbe necessario un aumento della percentuale del patrimonio investibile in economia domestica agevolato fiscalmente con regole certe ex ante sui rendimenti sul modello dei PIR 4.0⁶ (che godono di esenzione totale).

⁶ Si veda l'Osservatorio “I fondi pensione nella legislazione italiana” disponibile per il *download* sul sito Itinerari Previdenziali: <https://www.itinerariprevidenziali.it/ricerca/fondi-pensione-legge-italiana/>; Prodi e Damiano hanno anche cancellato la possibilità di gestione diretta delle rendite da parte dei fondi pensione, il che ha causato la corsa ai riscatti; la legge 199/2025 ha reinserito queste rendite.

I gestori - La **tabella 1.6** riporta i primi **5 gestori per mandati di gestione**. Al confronto con lo scorso anno, si consolida la prima posizione di Eurizon Capital, che risulta in cima alla classifica sia per numero di mandati (77) che per masse gestite (19,2 miliardi); Amundi si conferma al secondo posto (49 mandati per 12,5 miliardi di risorse in gestione) così come BlackRock mantiene la terza posizione con 16 mandati e 9,2 miliardi di AUM. Sale in quarta posizione Generali con 33 mandati e 9,1 miliardi di AUM, seguito da Unipol al quinto posto con 27 mandati e 7,7 miliardi di risorse gestite. I primi cinque gestori raccolgono il 48% del totale affidato in gestione dagli investitori istituzionali.

Tabella 1.6 - I primi 5 gestori per mandato, anno 2025

Gestore	Mandati	AUM in mln	Quota di mercato
Eurizon Capital	77	19.215	15,83%
Amundi	49	12.523	10,32%
BlackRock	16	9.186	7,57%
Generali	33	9.088	7,49%
Unipol	27	7.674	6,32%

La **tabella 1.7** evidenzia invece i primi **5 gestori assicurativi**, che complessivamente raccolgono circa il 93% del totale investito in polizze e gestioni separate degli investitori istituzionali italiani. Rispetto all'anno precedente, si conferma quindi Generali al vertice con oltre 12 miliardi di risorse gestite, che corrispondono al 43% del mercato; seguono, scambiandosi la posizione in classifica, Allianz con 6,5 miliardi e una quota pari al 22,8% e Unipol che gestisce 6,2 miliardi con una quota di mercato del 21,9%. Da sole, le prime tre posizioni raccolgono l'88% del totale delle risorse investite. Chiudono la classifica, a notevole distanza, Reale Mutua (933 milioni) e Uniqa (525 milioni).

Tabella 1.7 - I primi 5 gestori assicurativi, anno 2025

Gestore	Risorse in mln	Quota di mercato
Generali Italia	12.192	43,04%
Allianz	6.462	22,81%
Unipol	6.203	21,90%
Reale Mutua	933	3,29%
Uniqa	525	1,85%

Le **tabelle 1.7a, 1.7b e 1.7c** presentano rispettivamente le classifiche dei **primi 5 gestori di FIA, OICR ed ETF**, escluse le quote inserite in SICAV o veicoli e piattaforme dedicati. Da evidenziare come nella classifica dei gestori di FIA pesino molto le risorse investite in fondi immobiliari da parte delle Casse di previdenza: 4 delle prime 5 società sono infatti Sgr immobiliari che detengono quasi il 25% del totale investito in FIA.

Tabella 1.7a - I primi 5 gestori di FIA, anno 2025

Gestore	Risorse in mln di euro	Quota di mercato
Colliers Global Investors	2.693	9,83%
Dea Capital Real Estate Sgr	2.230	8,14%
F2i Sgr	1.412	5,15%
Investire Sgr	1.172	4,28%
BNP Paribas Real Estate	611	2,23%

Tabella 1.7b - I primi 5 gestori di OICR, anno 2025

Gestore	Risorse in mln di euro	Quota di mercato
BlackRock	1.092	3,82%
Pictet	909	3,18%
Robeco	835	2,92%
Schroders	771	2,70%
Pimco	756	2,65%

Dall'altro lato, la classifica OICR è guidata da BlackRock che, con oltre 1 miliardo di euro in gestione, copre una quota di mercato del 3,8%, seguita da Pictet con il 3,2% (909 milioni), Robeco e Schroders rispettivamente con il 2,9% e 2,7%; chiude Pimco con il 2,65%.

Tabella 1.7c - I primi 5 gestori di ETF, anno 2025

Gestore	Risorse in mln di euro	Quota di mercato
iShares	1.731	33,92%
Vanguard	856	16,77%
Amundi	742	14,53%
UBS	676	13,25%
DWS Investments	411	8,05%

Per quanto riguarda gli ETF, invece, il mercato è molto concentrato con i primi 5 gestori che detengono l'87% del totale delle risorse investite, quota stabile rispetto allo scorso anno. iShares guida la classifica con 1,7 miliardi di euro in gestione e una quota di mercato quasi pari al 33,9%.

In merito a fondi e veicoli dedicati, in cui vengono investiti circa 30 miliardi di euro (per oltre la metà riferiti alle Fondazioni di origine Bancaria), Quaestio e Fondaco si confermano i principali gestori con un peso rilevante e pari a circa il 49% del totale gestito tramite questi strumenti finanziari, per effetto delle risorse affidate da alcune grandi Fondazioni, come si avrà modo di approfondire nel capitolo dedicato.

Anche nell'edizione del Report di quest'anno è previsto ***un approfondimento relativo ai fondi tematici***: sul totale di FIA, OICR ed ETF (esclusi i veicoli dedicati) a cui è stato possibile assegnare un settore di investimento prevalente, il *real estate* "puro" (inteso come residenziale, commerciale, industriale e logistico, ecc.) rimane predominante con un peso del 17%; segue il 5% investito in *social impact* (che include investimenti a impatto sociale quali *student, senior e social housing*, rigenerazione urbana, ecc.), principalmente riconducibile ai FIA (11%), grazie soprattutto al contributo delle Fondazioni di origine Bancaria. Seguono entrambi con il 2% il settore della *transizione energetica*, che vale quasi il 4% per i FIA e rispettivamente l'1% e lo 0,3% per OICR ed ETF, e della *tecnologia* (che include ambiti quali *l'intelligenza artificiale, la robotica e l'automazione*), con un peso del 3% tra i FIA e dell'1% tra gli OICR. Infine, il settore *Ecologia e Ambiente* (che include, ad esempio, fondi tematici sul clima, sull'acqua, sull'economia circolare con un peso pari all'1% del totale) vale il 2% sia tra gli OICR e l'1% tra i FIA.

L'andamento del primo semestre 2026 – Nei primi sei mesi dell'anno gli investitori istituzionali confermano in media risultati positivi. In particolare, per quanto riguarda i ***fondi pensione***, secondo gli ultimi aggiornamenti della COVIP, a giugno 2026, le posizioni in essere sono 12,2 milioni (+558mila posizioni rispetto a dicembre 2025), cui corrispondono 11 milioni di ***iscritti***; nel dettaglio, si tratta di 311.700 posizioni in più (+6,9%) per i Fondi Negoziati, grazie soprattutto all'entrata a

regime del meccanismo di silenzio-assenso per i dipendenti pubblici della scuola ma anche a incrementi significativi in Fon.Te (+36.700), Cometa (+30.500 posizioni) e Perseo Sirio (+25.200 posizioni); 140.000 posizioni in più nei Fondi Aperti (+6,2% per un totale di 2,4 milioni) e 103.600 posizioni in più nei PIP nuovi (+2,6% per un totale di 4,075 milioni di posizioni).

Il **patrimonio dei fondi pensione** (le risorse destinate alle prestazioni) è aumentato del 4,3%, passando dai 262 miliardi di fine 2025 a 273 miliardi di euro di giugno 2026 (Fondi Negoziali 86,6 miliardi, Fondi Aperti 45,9 miliardi, PIP “nuovi” 61,9 miliardi, Fondi Preesistenti 72 miliardi, PIP “vecchi” 6,9 miliardi), per effetto, da un lato, del saldo positivo della gestione previdenziale e, dall’altro, del risultato della gestione finanziaria, tornato positivo nel secondo trimestre del 2026.

Nel primo semestre dell’anno **i rendimenti** sono stati generalmente positivi nonostante l’incertezza legata all’evoluzione del conflitto in Medio Oriente: 3,8% per i FPN, 4,3% per i Fondi Aperti, 5,7% per i PIP “nuovi” mentre le gestioni separate di ramo I hanno segnato +0,8%. Scomponendo per linee di investimento, i comparti azionari hanno registrato *performance* in media pari al 6,7% nei Fondi Negoziali, al 6,8% nei Fondi Aperti e all’8,1% nei PIP di ramo III; nelle linee bilanciate i risultati sono in media pari al 4% nei Fondi Negoziali, al 4,4% nei fondi aperti e al 4,7% nei PIP. Rendimenti medi intorno all’1% si rilevano per i comparti obbligazionari e garantiti. Nello stesso semestre, il TFR è cresciuto del 2,3% e l’inflazione del 2,7%.

Positivo l’andamento delle Casse privatizzate, il cui patrimonio alla fine del primo semestre 2026 è stimato oltre i 132 miliardi, con flussi contributivi netti positivi.

Per le Compagnie di Assicurazione nel primo semestre 2026, si evidenzia una lieve crescita dei nuovi premi (+0,6% rispetto all’analogo periodo del 2025), riconducibile principalmente all’incremento della raccolta di Ramo III (+9,4%) mentre prosegue, seppur in diminuzione, la raccolta negativa del Ramo I (-3,0%).

2. Le Compagnie di Assicurazione

Le Compagnie di Assicurazione sono tra i principali *investitori istituzionali* del Paese sia per la loro funzione di “assicurazioni sociali” (quand’anche di natura privatistica) sia per notevole massa di investimenti diversificati e “pazienti”, considerando che i prodotti assicurativi vita hanno durate contrattuali particolarmente lunghe (da un minimo di 3-5 fino a 30 anni) con la necessità di distribuire i propri attivi in investimenti con *duration* corrispondenti sia in asset tradizionali (titoli di stato e *corporate*) sia in fondi alternativi. L’analisi che segue fa riferimento ai patrimoni assicurativi relativi alle polizze tradizionali vita dei rami I, IV e V che compongono la *cosiddetta classe C*¹ (pari al 68% del totale investimenti) e che rappresentano una componente essenziale del *welfare individuale*.

Oltre alla classe C, verranno sinteticamente analizzati anche gli investimenti a copertura delle polizze *unit/index linked* (Ramo III) e a fondi pensioni, che insieme costituiscono la cosiddetta *classe D*² (pari al restante 32% del totale), come da *figura 2.5*. Gli importi degli investimenti analizzati fanno riferimento ai bilanci delle imprese assicurative le cui poste sono valutate secondo i principi contabili nazionali (cosiddetto *Local Gaap*).

2.1 Premi, prestazioni e proventi da investimento

I premi

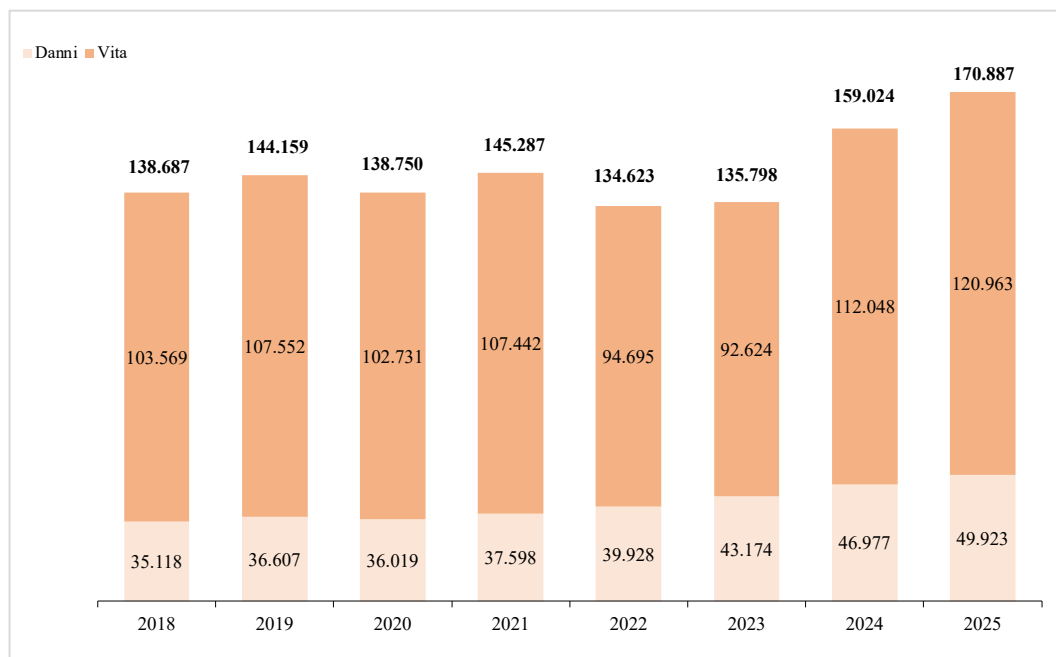
Nel 2025 i **premi complessivi** del portafoglio italiano ed estero, diretto e indiretto, al lordo della riassicurazione, raccolti dalle imprese aventi la sede legale in Italia e dalle rappresentanze di imprese estere non comunitarie, sono stati pari a **170,9 miliardi**. In particolare, **49,9 miliardi** sono stati raccolti nei **rami danni** e **121,0 miliardi nei rami vita**. La raccolta annuale dei premi vita rappresenta la quota di risparmio investita in polizze degli individui e delle famiglie italiane. Nel 2025, il volume di premi complessivi è risultato in aumento del **7,5%**, dopo essere cresciuto di oltre il 17% nell’anno precedente. Nel dettaglio, i premi del comparto danni hanno segnato un aumento del 6,3% (rispetto al +8,8% del 2024), mentre quelli del comparto vita sono cresciuti dell’8,0% (+21,0% nel 2024).

Come conseguenza di questi andamenti, la quota dei premi danni è diminuita, attestandosi al 29,2% (29,5% nel 2024), mentre quella dei premi vita è salita al 70,8% (70,5% nel 2024) (*figura 2.1*).

¹ Le polizze vita tradizionali (cosiddette di Classe C) riguardano tutte le tipologie di polizze, tra cui le polizze con partecipazione agli utili, le polizze di capitalizzazione e le polizze di puro rischio legate a rischi connessi con la vita dell’assicurato. Le polizze di **ramo I** (essenzialmente rappresentate dalle polizze rivalutabili) sono assicurazioni sulla durata della vita umana e comprendono la copertura per premorienza e/o per la sopravvivenza a una certa data; le polizze di **ramo IV** sono relative alle assicurazioni malattia e alle assicurazioni contro il rischio di non autosufficienza che siano garantite mediante contratti di lunga durata, non rescindibili, per il rischio di invalidità grave dovuta a malattia o a infortunio o a longevità; le polizze di **ramo V** sono relative alle operazioni di capitalizzazione (assicurazioni finanziarie non dipendenti dalla vita umana, che prevedono il pagamento di un capitale alla scadenza del contratto).

² Le polizze di **ramo III** (cosiddette *linked* o di classe D), sono contratti di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione a contenuto finanziario con prestazioni collegate all’andamento di un indice azionario, a un paniere di indici azionari o a un altro indice finanziario di riferimento. È un contratto di natura indicizzata, in quanto tende a replicare il rendimento di una grandezza economica, tipicamente un indice di borsa, attraverso particolari accorgimenti tecnici.

Figura 2.1 - Premi lordi del portafoglio (valori in milioni)



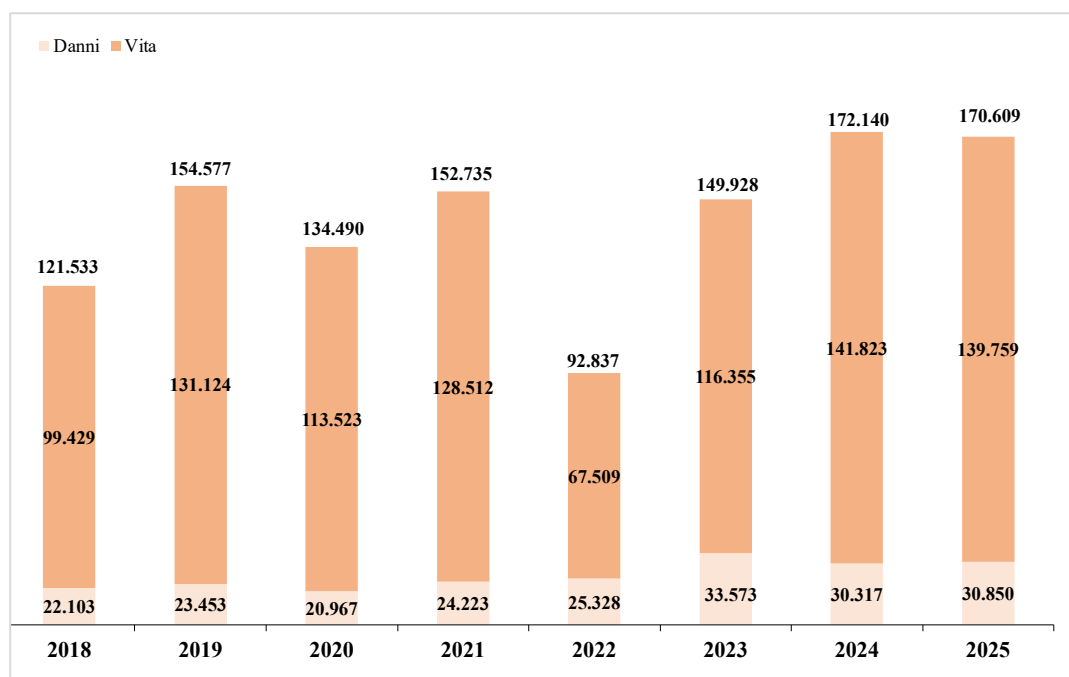
Le prestazioni

Le prestazioni agli assicurati (**figura 2.2**) e agli aventi diritto, al lordo della riassicurazione, sono ottenute come somma delle seguenti componenti:

- oneri relativi ai sinistri e variazione della riserva premi per i rami danni;
- oneri relativi ai sinistri e variazione delle riserve matematiche e delle altre riserve tecniche per i rami vita.

L'importo di tali prestazioni è stato complessivamente pari a **170,6 miliardi** (-0,9% rispetto al 2024): 30,9 miliardi nei rami danni (+1,8%) e 139,8 miliardi nei rami vita (-1,5%).

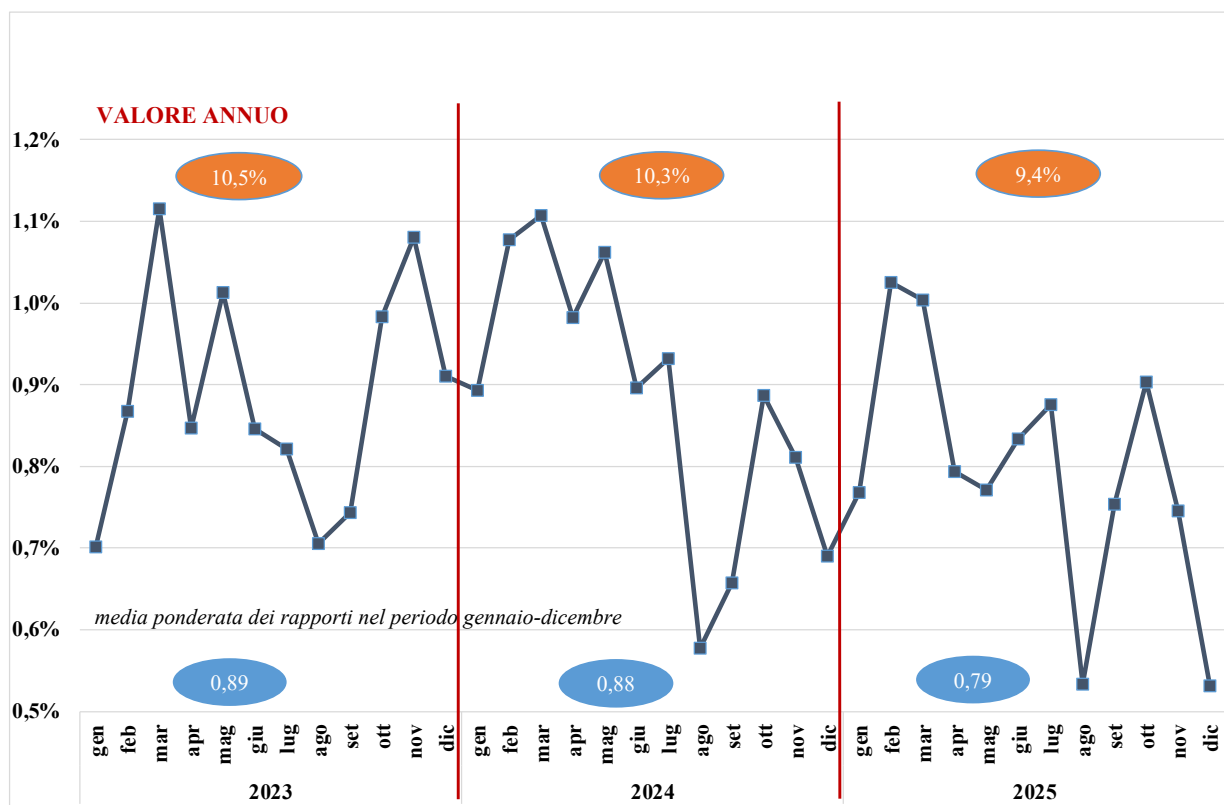
Figura 2.2 – Le prestazioni (valori in milioni)



In particolare, le prestazioni relative al settore vita, limitatamente al portafoglio diretto italiano, definite come le somme pagate e la variazione delle riserve per somme da pagare al netto dei recuperi, sono state pari nel 2025 a 109 miliardi e hanno registrato un decremento del 4,6% rispetto al 2024, dovuto principalmente alla progressiva riduzione dei “riscatti”.

Per analizzare in modo più accurato l’andamento dei riscatti, si rapporta il loro ammontare mensile – stimato sulla base dei dati ANIA relativi ai flussi mensili del ramo vita – allo stock delle riserve matematiche che presenta una minore volatilità rispetto al volume dei premi e consente un confronto più stabile nel tempo (*figura 2.3*). Questo indice ha registrato una graduale riduzione, passando dal 10,5% del 2023 al 9,4% del 2025. Nel corso del 2025, l’indice mensile di riscatto ha continuato a evidenziare un andamento irregolare, con un marcato incremento nei mesi di febbraio e marzo, seguito da una progressiva diminuzione nei mesi successivi. Nell’ultima parte dell’anno, l’indicatore si è assestato su valori più contenuti, raggiungendo lo 0,5% a dicembre.

Figura 2.3 – Rapporto % tra importi riscattati e riserve - totale vita (portafoglio diretto italiano)



I proventi da investimento

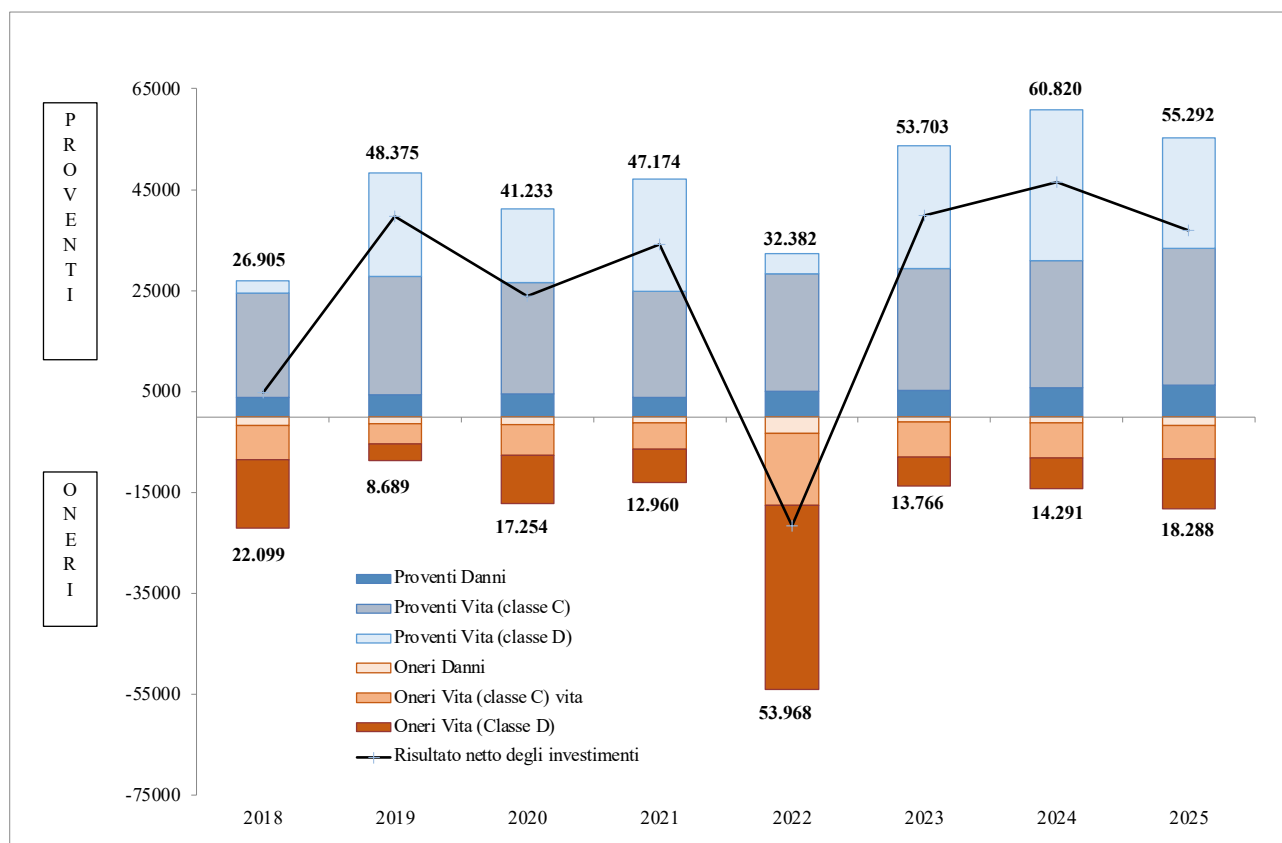
Nel 2025 i proventi lordi da investimenti sono stati pari a 55,3 miliardi, in diminuzione di oltre il 9% rispetto al 2024, con dinamiche differenti fra comparti:

- i proventi lordi del settore danni, pari a 6,3 miliardi, sono aumentati dell’11,4%;
- i proventi lordi del settore vita (Classe C), pari a 27,1 miliardi, sono aumentati del 7,4%;
- i proventi lordi del settore vita (Classe D), pari a 21,9 miliardi, sono diminuiti del 26,9% rispetto ai 29,9 miliardi nel 2024.

Più in dettaglio, i proventi lordi ordinari, vita e danni, sono così ripartiti:

- *titoli, obbligazioni e altri investimenti*, per un importo di 21,4 miliardi (+9,2% rispetto al 2024), rappresentano il 38,7% del totale;
- *proventi da investimento a beneficio degli assicurati e proventi derivanti dalla gestione dei fondi pensione (Classe D)*, per un importo pari a 21,9 miliardi, rappresentano il 39,6% del totale e sono diminuiti del 26,9%;
- *rettifiche di valore e realizzi di investimenti*, per un importo di 4,2 miliardi (-11,2% rispetto al 2024), rappresentano il 7,6% del totale;
- *azioni e quote*, per un importo di 7,6 miliardi (+19,6% rispetto al 2024), rappresentano il 13,7% del totale;
- *terreni e fabbricati*, per un importo di 167 milioni (-1,7% rispetto al 2024), rappresentano lo 0,3% del totale.

Figura 2.4 - Proventi e oneri degli investimenti (valori in milioni)



Alla diminuzione complessiva dei proventi è corrisposto un aumento degli oneri da investimento che sono passati da 14,3 miliardi nel 2024 a 18,3 nel 2025. In particolare:

- gli oneri del settore danni, pari a 1,7 miliardi, sono aumentati di quasi il 50% rispetto al 2024. Ciò ha determinato un risultato netto degli investimenti positivo e pari a 4,6 miliardi (era pari a 4,5 miliardi nel 2024);
- gli oneri del settore vita (Classe C), pari a 6,6 miliardi, sono diminuiti del 3,8% rispetto al 2024; di questi, circa 1,8 miliardi (2,0 miliardi nel 2024) sono relativi agli oneri di gestione degli investimenti e interessi passivi, 0,6 miliardi a perdite sul realizzo degli investimenti (come nel

2024) e 4,2 miliardi a rettifiche di valore sugli investimenti (erano 4,4 miliardi nel 2024). A tal proposito, si evidenzia come attraverso l'applicazione della misura di sospensione delle minusvalenze su titoli non durevoli – prevista dal regolamento attuativo IVASS n. 52 e successive modifiche e integrazioni – il settore assicurativo abbia potuto ridurre l'ammontare complessivo delle minusvalenze latenti portate a bilancio per un importo stimato di circa 2 miliardi. In conclusione, i 6,6 miliardi di oneri del settore vita, a fronte di proventi pari a 27,1 miliardi, hanno determinato un risultato netto degli investimenti ancora positivo e pari a circa 20,4 miliardi, in aumento rispetto al 2024 (18,3 miliardi);

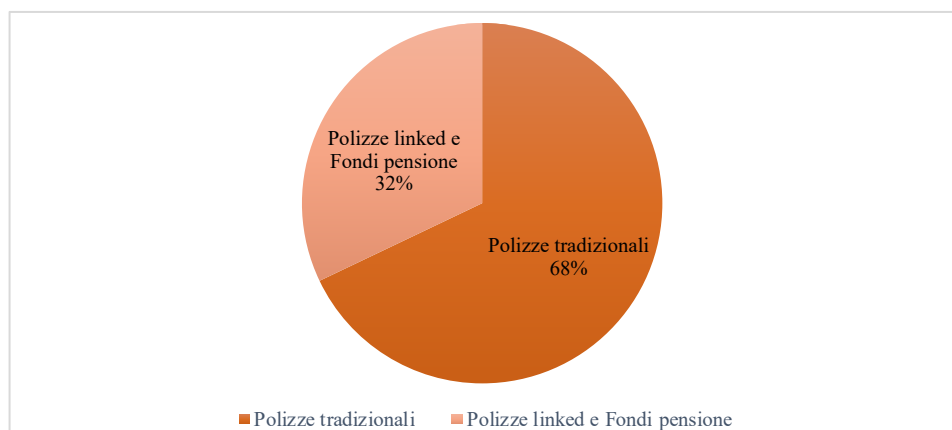
- gli oneri del settore vita (Classe D), pari a 9,9 miliardi, sono aumentati di circa il 60% rispetto al 2024; ciò ha comportato un risultato netto degli investimenti positivo e pari a 12,0 miliardi (era pari a 23,7 miliardi nel 2024).

Nel complesso, il risultato netto degli investimenti per l'intero settore assicurativo è stato positivo e pari a 37,0 miliardi (era pari a 46,5 miliardi nel 2024). Di questi, 31,2 miliardi afferiscono al conto tecnico (erano 41,4 miliardi nel 2024) mentre 5,8 miliardi al conto non tecnico (erano 5,2 miliardi nel 2024).

2.2 Gli investimenti del settore Vita delle assicurazioni

Nel 2025 gli investimenti complessivi delle Compagnie vita sono ammontati a **939 miliardi**; di questi il 68% (circa **638 miliardi**) relativi alle polizze tradizionali (classe C) mentre il restante 32% (circa **300 miliardi**) riguarda le polizze connesse a prodotti *unit linked* e a fondi pensioni, la cosiddetta classe D (**figura 2.5**). Il principio del *matching* fra le attività e le passività consente alle imprese di assicurazione di rispettare in ogni momento gli impegni nei confronti dei propri assicurati, il che implica che le imprese assicuratrici debbano avere accesso a un ampio range di attività da far corrispondere alle passività al fine di consentire al proprio portafoglio una sufficiente diversificazione. Ed è infatti il significativo accumulo di capitale a supporto dei contratti stipulati e degli impegni assunti nei confronti degli assicurati che rende l'industria assicurativa il più grande investitore istituzionale, non solo in Italia ma anche nel resto del mondo.

Figura 2.5 - Composizione degli investimenti per ramo di attività del settore vita nel 2025



Totale investimenti del settore vita: 939 miliardi

Gli attivi gestiti dalle Compagnie di Assicurazione italiane

La **tabella 2.1** riporta gli **attivi complessivi** delle Compagnie di Assicurazione italiane del comparto vita, *che comprendono sia la classe C sia la classe D* e che, alla fine dell'anno 2025, raggiungevano i **981 miliardi** (in aumento del 4,2% rispetto alla fine del 2024). La quasi totalità degli attivi detenuti dalle compagnie vita sono rappresentati dagli **investimenti pari a 939 miliardi** (il 96% del totale degli attivi), di cui, come detto in precedenza, **638 miliardi** ascrivibili alla **classe C** e i restanti **301 miliardi** alla **classe D**.

Tabella 2.1 - Composizione dell'attivo delle imprese di assicurazione – settore vita (valori in milioni)

Valori in milioni					
Tipologia di attività	2024	Distrib. % 2024	2025	Distrib. % 2025	Var. % 25/24
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Credito verso soci	-	-	-	-	-
Attivi immateriali	2.360	0,3%	2.253	0,2%	-4,5%
Investimenti:	897.860	95,4%	939.396	95,8%	4,6%
- Terreni e fabbricati	414	0,0%	352	0,0%	-15,0%
- Azioni e quote	33.854	3,6%	36.892	3,8%	9,0%
- Obbligazioni e titoli a reddito fisso*	482.130	51,3%	492.005	50,2%	2,0%
- Quote di fondi comuni di investimento	94.701	10,1%	93.806	9,6%	-0,9%
- Finanziamenti e depositi	4.358	0,5%	14.927	1,5%	242,5%
- Investimenti di classe D (polizze Linked e Fondi pensione)	282.403	30,0%	301.414	30,7%	6,7%
Riserve tecniche a carico dei riassicuratori	2.593	0,3%	2.076	0,2%	-19,9%
Crediti	20.234	2,2%	19.510	2,0%	-3,6%
Ratei e risconti e altri attivi	17.638	1,9%	17.313	1,8%	-1,8%
TOTALE	940.684	100,0%	980.547	100,0%	4,2%

* di cui circa 337 miliardi in Titoli di Stato

Fonte: ANIA

L'investimento prevalente del settore assicurativo è rappresentato da obbligazioni e da altri titoli a reddito fisso, per un ammontare complessivo di oltre **492 miliardi**, di cui circa il 68% in titoli di Stato, in linea con il 2024; la seconda categoria di investimenti è quella in quote di **fondi comuni** (pari a **94 miliardi**) che comprende oltre agli OICVM anche i FIA, che ha presentato un lieve calo dello 0,9% nell'ultimo anno. Le azioni e quote con circa 37 miliardi rappresentano il 3,8% del totale mentre è trascurabile il peso degli investimenti in terreni e fabbricati.

Gli investimenti relativi a polizze vita tradizionali (classe C)

Se consideriamo l'ultimo decennio 2016-2025 (**tabella 2.1 bis**), si nota che il patrimonio vita della classe C è aumentato di circa 121 miliardi, da 517 a 638 miliardi, con una crescita media di **circa 12 miliardi l'anno** (variazione media annua del +2,4%).

Tabella 2.1 bis - Composizione investimenti dal 2016 al 2025 – settore vita, classe C

Tipologia di investimento	Valori assoluti (milioni)				Variazione in milioni		Distribuzione %				Variazione complessiva %	
	2016	2023	2024	2025	2016-2025	2024-2025	2016	2023	2024	2025	2016-2025	2024-2025
Immobili	517	608	414	352	-165	-62	0,1	0,1	0,1	0,1	-31,9	-15,0
Azioni	28.970	32.246	33.854	36.892	7.922	3.038	5,6	5,3	5,5	5,8	27,3	9,0
Obbligazioni:	422.138	473.342	482.130	492.005	69.866	9.875	81,6	77,8	78,3	77,1	16,6	2,0
di cui titoli di Stato	292.807	335.842	336.040	336.603	43.797	563	56,6	55,2	54,6	52,8	15,0	0,2
Quote F.C./Azioni sicav	55.354	97.954	94.701	93.806	38.452	-895	10,7	16,1	15,4	14,7	69,5	-0,9
Altri investimenti	10.347	4.259	4.358	14.927	4.581	10.569	2,0	0,7	0,7	2,3	44,3	242,5
Totale	517.326	608.409	615.458	637.982	120.656	22.524	100,0	100,0	100,0	100,0	23,3	3,7

Fonte: ANIA

In particolare, gli investimenti in obbligazioni hanno contribuito a questo sviluppo per circa 70 miliardi e nel 2025 rappresentavano il 77% del totale, in linea con il 2023 e il 2024. Seguono poi gli investimenti in quote di fondi comuni **cresciuti nello stesso periodo del 69,5% per oltre 38 miliardi** e il suo peso sul totale è stato pari al **14,7%** (15,4% un anno prima). Si riducono, infine, gli investimenti diretti in immobili (da 517 milioni nel 2016 a 352 milioni nel 2025) che rappresentano peraltro una componente minimale degli investimenti totali.

Nella **tabella 2.2** è riportato il dettaglio delle prime **venti imprese assicurative vita** italiane in funzione **del totale attivo della classe C**. Tali compagnie detenevano alla fine del 2025 uno stock di attivi per 628 miliardi pari al **92,5%** dell'intero comparto, che complessivamente valeva **679 miliardi**: di questi, come già evidenziato, 638 miliardi rappresentavano investimenti, mentre circa 41 miliardi sono classificabili come “altri elementi dell'attivo” (*si veda la colonna 9 e la relativa nota*). Poste Vita, Intesa Sanpaolo Assicurazioni e Generali Italia sono le compagnie con una quota ciascuna superiore al 10% del totale degli attivi gestiti e, complessivamente, rappresentavano quasi la metà dell'intero settore. Con riferimento all'intero mercato, la componente prevalente degli investimenti 2025 è costituita da obbligazioni e titoli a reddito fisso (circa 492 miliardi di euro), pari a oltre il 72% del totale. Si conferma il rilevante ruolo rivestito dalle quote di fondi comuni di investimento che, con **94 miliardi** di capitali investiti, raggiunge nel 2025 il **14% del totale degli asset**; tale quota è praticamente più che raddoppiata negli ultimi dieci anni anche se in lieve calo nell'ultimo biennio.

Tabella 2.2 – Le prime 20 Compagnie di Assicurazione italiane per attivi gestiti di classe C (escluse linked e fondi pensione) – settore vita, anno 2025

Valori in milioni								
COMPAGNIA DI ASSICURAZIONE	Totale ATTIVO	Market share	COMPOSIZIONE % DEGLI ATTIVI					
			INVESTIMENTI DI CLASSE C					ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO *
			Terreni e fabbricati	Azioni e quote	Obbligazioni e titoli a reddito fisso	Quote di fondi comuni di investimento	Finanziamenti e depositi	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
POSTE VITA	154.802	22,8%	-	0,2	76,8	17,8	0,0	5,1
INTESA SANPAOLO ASSICURAZIONI	90.604	13,3%	0,0	4,3	75,2	14,0	0,2	6,3
GENERALI ITALIA	75.385	11,1%	-	6,8	67,6	18,9	0,4	6,4
ALLEANZA ASSICURAZIONI	64.287	9,5%	-	4,1	63,7	25,3	1,1	5,8
ASSICURAZIONI GENERALI	32.370	4,8%	-	47,9	4,0	0,9	41,6	5,6
UNIPOL ASSICURAZIONI	32.058	4,7%	0,0	6,1	77,4	9,7	0,1	6,7
ALLIANZ	25.707	3,8%	-	1,8	86,6	6,3	0,9	4,4
CRÉDIT AGRICOLE VITA	19.922	2,9%	0,3	3,3	81,9	10,2	0,0	4,4
CNP VITA ASSICURA	19.723	2,9%	-	1,3	80,9	10,8	0,0	6,9
BNP PARIBAS CARDIF VITA	19.073	2,8%	-	0,5	84,6	11,4	0,0	3,5
ARCA VITA	15.832	2,3%	0,2	1,8	89,9	4,3	0,0	3,7
AXA MPS ASSICURAZIONI VITA	14.609	2,2%	0,1	2,9	76,4	16,5	0,0	4,1
FIDEURAM VITA	11.393	1,7%	-	2,2	72,8	9,8	0,0	15,2
UNICREDIT VITA ASSICURAZIONI	10.674	1,6%	-	0,2	87,5	2,0	-	10,4
BANCO BPM VITA	8.813	1,3%	-	29,7	57,8	10,0	0,0	2,4
UNICREDIT LIFE INSURANCE	8.137	1,2%	0,3	1,1	80,1	5,9	0,0	12,5
SOCIETÀ REALE MUTUA DI ASSICURAZIONI	6.494	1,0%	-	4,8	84,4	2,8	0,0	7,9
CREDEM VITA	6.286	0,9%	-	0,0	82,9	11,1	0,0	5,9
AXA ASSICURAZIONI	6.112	0,9%	-	0,0	82,7	12,2	0,0	5,1
ITALIANA ASSICURAZIONI	6.006	0,9%	-	2,7	87,8	2,5	0,0	6,9
Subtotale	628.287	92,5%	130	35.113	451.464	89.708	14.881	36.990
Comp. % subtotale			0,0	5,6	71,9	14,3	2,4	5,9
TOTALE	679.134		352	36.892	492.005	93.806	14.927	41.152
Comp. % Totale			0,1	5,4	72,4	13,8	2,2	6,1

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

Analizzando più dettagliatamente gli investimenti in azioni e quote di partecipazione in società (cfr. **colonna 5 tabella 2.2 e tabella 2.3**) si nota che per le prime 20 compagnie questa tipologia di investimento rappresenta il 5,6% del totale (**tabella 2.2**). Per la maggior parte delle imprese si tratta di investimenti in partecipazioni di imprese (circa l'80% di questa tipologia di investimento). Le compagnie che investono maggiormente in azioni e quote sono Assicurazioni Generali e Generali

Italia che insieme allocano oltre 20 miliardi in questo comparto (oltre il 55% del totale settore). Tra le azioni, la maggioranza è rappresentata da investimenti in azioni quotate (*tabella 2.3*).

Tabella 2.3 - Le prime 20 Compagnie di Assicurazione italiane per attivi gestiti di classe C (escluse *linked* e fondi pensione) - settore vita, anno 2025. Dettaglio degli investimenti in azioni e quote

Valori in milioni						
COMPAGNIA DI ASSICURAZIONE	Totale Azioni e quote	Market share	COMPOSIZIONE % AZIONI			
			Azioni e quote di imprese	Azioni quotate	Azioni non quotate	Quote
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
POSTE VITA	332	0,9%	99,0	0,1	0,8	-
INTESA SANPAOLO ASSICURAZIONI	3.863	10,5%	46,0	51,5	1,1	1,4
GENERALI ITALIA	5.143	13,9%	89,5	10,2	0,0	0,2
ALLEANZA ASSICURAZIONI	2.636	7,1%	63,7	36,2	0,0	-
ASSICURAZIONI GENERALI	15.510	42,0%	99,9	0,0	0,0	0,0
UNIPOL ASSICURAZIONI	1.962	5,3%	46,3	45,9	7,8	-
ALLIANZ	475	1,3%	75,4	21,9	-	2,7
CRÉDIT AGRICOLE VITA	654	1,8%	23,6	72,2	4,2	-
CNP VITA ASSICURA	264	0,7%	-	94,9	5,1	-
BNP PARIBAS CARDIF VITA	100	0,3%	-	71,4	28,6	-
ARCA VITA	286	0,8%	40,0	60,0	-	-
AXA MPS ASSICURAZIONI VITA	429	1,2%	73,9	17,0	9,1	-
FIDEURAM VITA	252	0,7%	0,2	99,7	0,1	-
UNICREDIT VITA ASSICURAZIONI	17	0,0%	-	100,0	-	-
BANCO BPM VITA	2.621	7,1%	94,5	5,5	-	-
UNICREDIT LIFE INSURANCE	90	0,2%	-	71,2	-	28,8
SOCIETÀ REALE MUTUA DI ASSICURAZIONI	313	0,8%	100,0	-	-	-
CREDEM VITA	0	0,0%	100,0	-	-	-
AXA ASSICURAZIONI	2	0,0%	18,0	82,0	-	0,0
ITALIANA ASSICURAZIONI	164	0,4%	98,7	0,1	1,1	0,0
Subtotale	35.113	95,2%	28.692	6.000	310	112
Comp. % subtotale			81,7	17,1	0,9	0,3
TOTALE	36.892	100,0%	28.829	6.283	324	1.456
Comp. % Totale			78,1	17,0	0,9	3,9

Fonte: ANIA

Nella *tabella 2.4* si riporta il dettaglio dell'investimento in obbligazioni e titoli a reddito fisso per i quali risulta che quasi la totalità (98%) è rappresentata da titoli quotati. Poste Vita, Intesa Sanpaolo Assicurazioni e Generali Italia detengono oltre 235 miliardi di obbligazioni e altri titoli per una quota di mercato pari a circa il 50%.

Tabella 2.4 - Le prime 20 Compagnie di Assicurazione italiane per attivi gestiti di classe C (escluse *linked* e fondi pensione) – settore vita, anno 2025. Dettaglio degli investimenti in obbligazioni e titoli a reddito fisso

Valori in milioni						
COMPAGNIA DI ASSICURAZIONE	Obbligazioni e titoli a reddito	Market share	COMPOSIZIONE % OBBLIGAZIONI E TITOLI A REDDITO FISSO			
			Obbligazioni emesse da imprese	Titoli quotati	Titoli non quotati	convertibili
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
POSTE VITA	118.934	24,2%	0,0	100,0	0,0	-
INTESA SANPAOLO ASSICURAZIONI	68.177	13,9%	3,9	94,5	1,6	-
GENERALI ITALIA	50.955	10,4%	0,9	98,2	0,6	0,2
ALLEANZA ASSICURAZIONI	40.942	8,3%	1,2	98,5	0,1	0,1
ASSICURAZIONI GENERALI	1.310	0,3%	-	97,8	2,2	-
UNIPOL ASSICURAZIONI	24.805	5,0%	0,1	98,6	1,4	-
ALLIANZ	22.256	4,5%	2,5	94,7	2,8	0,0
CRÉDIT AGRICOLE VITA	16.312	3,3%	0,8	99,2	-	-
CNP VITA ASSICURA	15.962	3,2%	-	99,0	1,0	-
BNP PARIBAS CARDIF VITA	16.140	3,3%	-	98,9	1,1	-
ARCA VITA	14.237	2,9%	-	99,8	0,2	-
AXA MPS ASSICURAZIONI VITA	11.162	2,3%	-	89,6	10,4	0,0
FIDEURAM VITA	8.293	1,7%	0,5	99,5	0,0	-
UNICREDIT VITA ASSICURAZIONI	9.341	1,9%	0,3	96,7	3,1	-
BANCO BPM VITA	5.094	1,0%	-	100,0	-	-
UNICREDIT LIFE INSURANCE	6.521	1,3%	0,1	99,9	-	-
SOCIETÀ REALE MUTUA DI ASSICURAZIONI	5.482	1,1%	-	99,0	1,0	-
CREDEM VITA	5.214	1,1%	-	100,0	-	-
AXA ASSICURAZIONI	5.053	1,0%	-	94,6	5,4	-
ITALIANA ASSICURAZIONI	5.276	1,1%	-	98,8	1,2	-
Subtotale	451.464	91,8%	4.392	442.238	4.682	151
Comp. % subtotale			1,0	98,0	1,0	0,0
TOTALE	492.005	100,0%	4.425	481.957	5.470	152
Comp. % Totale			0,9	98,0	1,1	0,0

Fonte: ANIA

Fatta eccezione degli investimenti in fondi comuni tradizionali e alternativi, la restante parte (86%) degli asset è *gestita direttamente dalle compagnie*.

Per avere informazioni aggiuntive sulle tipologie di fondi di investimento (classe C) utilizzati dalle compagnie, si può ricorrere ai dati desunti dai bilanci Solvency II. Nella **tabella 2.5** si è ricostruita, utilizzando i dati delle imprese vita e danni³, la distribuzione percentuale degli investimenti in fondi comuni del settore vita per tipologia di fondo, con esclusione delle polizze *linked* di ramo terzo che nel loro mix, investono circa la metà delle riserve in fondi comuni di terzi. I dati evidenziano come circa il 36% (32,4% nel 2024) dei quasi 94 miliardi di fondi comuni di investimento sia allocato in fondi di debito. Risulta in calo rispetto al 2024 la quota investita in fondi di *asset allocation*, scesa a fine 2025 al 14,3% (era 18,0% nel 2024). Stabile intorno al 18% la quota dei fondi immobiliari, dei fondi di *private equity* (5,0%) e la quota di fondi infrastrutturali (8,1%). In aumento la quota dei fondi alternativi diversi dai precedenti (6,1% rispetto al 5,0% del 2024) mentre si riduce quella dei fondi del mercato monetario (6,3% nel 2025, 7,6% nel 2024).

Tabella 2.5 - Distribuzione dei fondi di investimento OICR a fine 2025 (esclusi i contratti *linked*)

Valori in milioni

Tipologia di Fondi Comuni di Investimento	2022	2023	2024	2025	Var. % '25/'24	Var. % '25/'22
Fondi azionari	4,6%	3,6%	3,9%	4,4%	11,2%	-7,9%
Fondi di debito	29,4%	28,1%	32,4%	35,8%	9,4%	19,3%
Fondi del mercato monetario	4,6%	9,0%	7,6%	6,3%	-17,4%	35,7%
Fondi di <i>asset allocation</i>	22,6%	22,7%	18,0%	14,3%	-21,4%	-38,2%
Fondi immobiliari	20,1%	18,0%	17,8%	17,6%	-1,9%	-14,2%
Fondi alternativi	5,0%	5,0%	5,0%	6,1%	22,2%	21,1%
Fondi di <i>private equity</i>	4,6%	4,7%	4,8%	5,0%	3,0%	6,6%
Fondi infrastrutturali	5,9%	6,4%	8,1%	8,1%	-1,4%	33,6%
Altro	3,2%	2,6%	2,4%	2,4%	-1,9%	-27,7%
Totale	95.831	97.900	94.701	93.806	-0,9%	-2,1%

Il totale riportato nella tavola si riferisce al totale OICR relativi al settore Vita (dati Local Gaap); la stima della distribuzione è effettuata sulla base di informazioni ottenute dai dati Solvency II

Gli investimenti relativi a polizze linked (classe D)

Nella **tabella 2.6**, si riporta un dettaglio degli investimenti (*local gaap*) relativi al comparto *linked* sfruttando anche in questa circostanza le informazioni contenute nei bilanci Solvency II. Gli investimenti collegati a polizze *linked* sono stati pari a fine 2025 a **301 miliardi**, con una variazione positiva del 6,7% rispetto al 2024 e del 45,5% rispetto a quattro anni prima. Oltre **l'81% di tali attivi** sono relativi a **fondi di investimento**; la parte residuale è investita in titoli di Stato (8,7%), *equity* (4,5%) e obbligazioni (4,1%).

³ L'approssimazione è consentita perché, relativamente ai fondi di investimento, il comparto vita rappresenta oltre il 90% del totale.

Tabella 2.6 - Distribuzione asset per tipologia di investimento – linked (valori in milioni)

	2022	2023	2024	2024 (%)	2025	2025 (%)	Var. % '25/'24	Var. % '25/'22
Attivi detenuti per polizze linked	207.132	260.668	282.403	100,0%	301.414	100,0%	6,7%	45,5%
Fondi di investimento	173.677	222.049	235.872	83,5%	244.624	81,2%	3,7%	40,8%
Titoli di Stato	14.117	18.025	21.343	7,6%	26.242	8,7%	23,0%	85,9%
Contante e depositi	3.559	2.201	3.040	1,1%	3.107	1,0%	2,2%	-12,7%
Equity	8.310	10.077	11.261	4,0%	13.500	4,5%	19,9%	62,5%
Obbligazioni	6.872	7.111	10.034	3,6%	12.446	4,1%	24,0%	81,1%
Altri investimenti	597	1.205	853	0,3%	1.496	0,5%	75,4%	150,5%

Fonte: stima ANIA su dati Solvency – InfoQRT

Un ulteriore dettaglio (**tabella 2.7**) riguarda l'analisi territoriale per Paese emittente. I dati evidenziano come vi sia una forte prevalenza di fondi di investimento localizzati in Lussemburgo e in Irlanda, Paesi caratterizzati da maggiori benefici fiscali. Solo in Lussemburgo e in Irlanda il settore ha investito nel 2025 oltre 185 miliardi in fondi di investimento (oltre il 75% del totale); quote minori riguardano i fondi localizzati in Italia (22,5 miliardi), in Francia (10,3 miliardi) e in Inghilterra (6,9 miliardi).

Tabella 2.7 - Distribuzione asset per tipologia di investimento e Paese emittente - (valori in milioni, anno 2025)

		LUSSEMBURGO	IRLANDA	ITALIA	FRANCIA	INGHILTERRA	STATI UNITI	ALTRI PAESI
Attivi detenuti per polizze linked	301.414	123.913	62.918	41.697	18.282	8.367	8.640	37.597
Fondi di investimento	244.624	122.931	62.339	22.526	10.335	6.853	1.186	18.454
Titoli di Stato	26.242	420	162	12.047	3.837	38	742	8.994
Contante e depositi	3.107	213	-	1.653	488	-	-	752
Equity	13.500	53	149	2.337	1.070	600	5.549	3.741
Obbligazioni	12.446	268	246	2.969	2.310	744	1.104	4.804
Altri investimenti	1.496	27	22	165	241	131	59	851

Fonte: stima ANIA su dati Solvency - InfoQRT

Nella **tabella 2.8** viene, infine, proposta la distribuzione percentuale degli investimenti in fondi comuni del settore vita - limitatamente al comparto *linked* - per tipologia di fondo. I dati evidenziano come nel 2025 i fondi azionari e i fondi di debito rappresentavano insieme l'84,0% dei 244,6 miliardi investiti, in lieve aumento rispetto all'anno precedente, quando era pari all'83,2%. Sostanzialmente stabili le quote degli altri fondi.

Tabella 2.8 - Distribuzione dei fondi di investimento delle polizze linked per tipologia di fondo

Tipologia di Fondi Comuni di Investimento	2022	2023	2024	2025	Var. % '25/'24	Var. % '25/'22
Fondi azionari	44,3%	46,8%	49,0%	49,2%	4,0%	56,3%
Fondi di debito	34,0%	34,9%	34,2%	34,8%	5,4%	44,3%
Fondi del mercato monetario	3,5%	2,6%	2,0%	1,9%	-1,0%	-26,0%
Fondi di asset allocation	10,6%	8,9%	9,1%	8,9%	1,0%	18,9%
Fondi immobiliari	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%	64,2%
Fondi alternativi	1,8%	1,1%	1,1%	1,1%	7,1%	-11,6%
Fondi di private equity	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%	84,7%	159,4%
Fondi infrastrutturali	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	4,0%	-19,0%
Altro	5,7%	5,2%	4,5%	4,0%	-6,0%	0,4%
Totale	173.677	222.049	235.872	244.624	3,7%	40,8%

2.3 Un confronto europeo

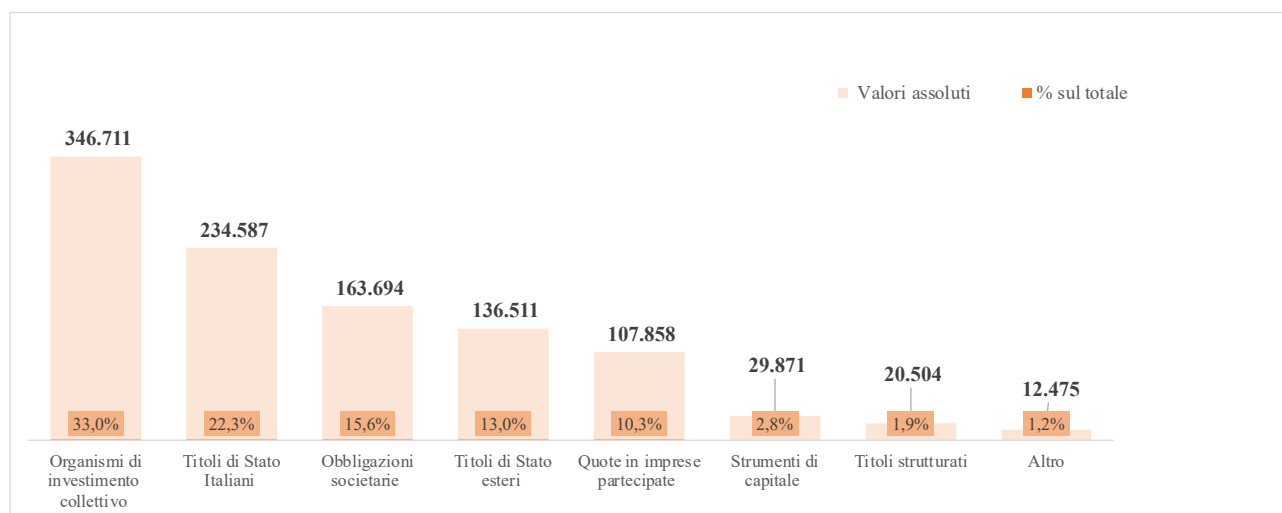
Per poter effettuare un confronto delle diverse politiche di investimento delle compagnie di assicurazione vita dei principali paesi europei, il valore degli investimenti totali delle compagnie, a differenza di quanto esposto nei precedenti paragrafi, è calcolato a **valore corrente**, così come previsto dall'attuale normativa di vigilanza Solvency II. L'analisi, condotta attraverso l'elaborazione

dei dati pubblicati da EIOPA relativi ai QRTs⁽⁴⁾ del quarto trimestre 2025, ha riguardato, oltre all'Italia, la Francia, la Germania, la Spagna, i Paesi Bassi, il Belgio, la Danimarca, la Svezia e l'Irlanda e si è focalizzata sugli investimenti complessivi delle compagnie vita, miste e danni. Si consideri che il portafoglio investimenti vita ha un peso percentuale pari a oltre il 90% rispetto al totale investimenti.

Gli investimenti (danni e vita) Solvency delle compagnie italiane

Per l'Italia, il valore degli investimenti delle Compagnie di Assicurazione valutati secondo i principi contabili Solvency II è di 1.052 miliardi, in aumento del 4,1% rispetto all'anno precedente; di questo totale, 751 miliardi (+3,1% rispetto al 2024) sono relativi a contratti assicurativi vita e danni escluse le polizze *linked*, mentre i restanti 301 miliardi (+6,8% rispetto al 2024) si riferiscono al comparto *linked* del settore vita (**figura 2.6**). La **gestione diretta** del portafoglio effettuata dalle compagnie stesse è pari al 67,0% del totale investimenti, composta da acquisto diretto di titoli di Stato (italiani ed esteri), titoli obbligazionari *corporate*, partecipazioni strategiche e azioni. La parte di investimenti **gestita indirettamente** attraverso delega, è riferita a tutti gli investimenti in OICR (Organismi di investimento collettivo), cioè fondi comuni tradizionali ed alternativi, che costituisce il restante 33,0% del totale nel 2025 (pari a circa 347 miliardi).

Figura 2.6 - Gli investimenti (danni e vita) del settore assicurativo italiano nel 2025 (valori in milioni, %)

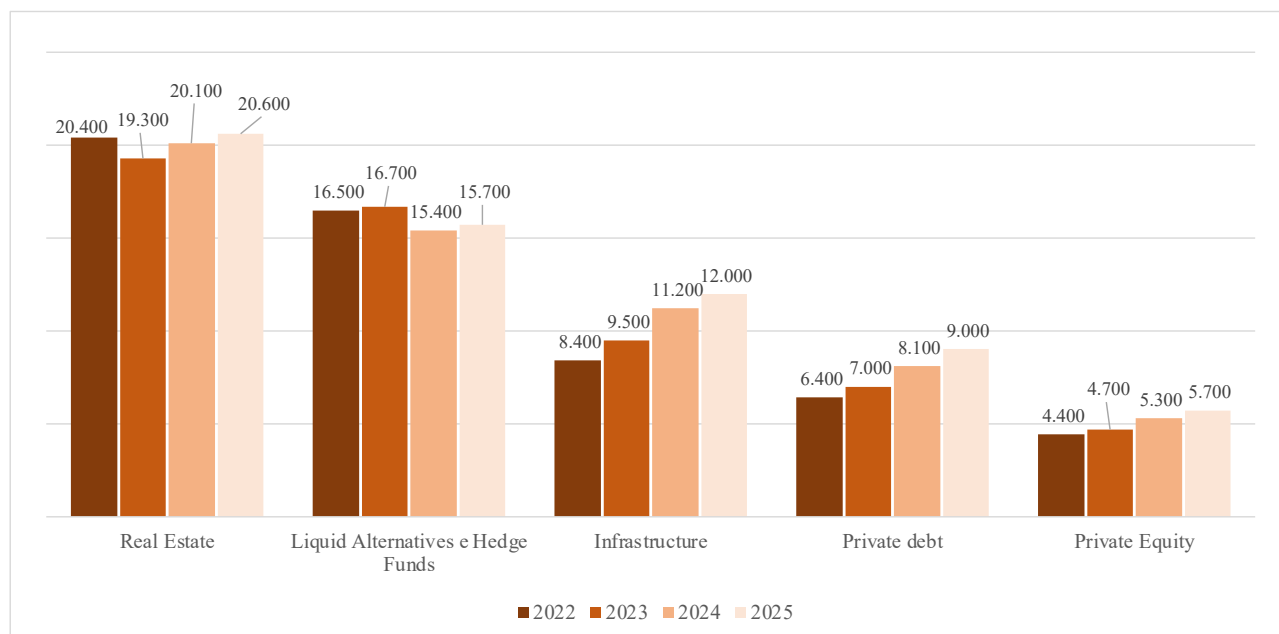


La quota degli OICR è composta per l'82% da fondi tradizionali, investita per il 48,5% in *fondi fixed income*, con una buona diversificazione nelle *asset class investment grade*, *high yield*, *emerging market* e monetaria; mentre la parte restante è rappresentata da OICR azionari. L'allocazione geografica all'interno dei fondi vede un'esposizione prevalente in paesi diversi dall'Europa o con un focus globale (oltre il 70% per l'esposizione obbligazionaria, quasi l'85% per l'esposizione azionaria e quasi la totalità per i fondi bilanciati). La quota dei fondi alternativi all'interno degli OICR è rimasta pressoché stabile rispetto all'anno precedente sia in relazione al portafoglio indiretto, pari al 18%, sia all'intero portafoglio, pari al 6%. La **figura 2.7** riporta l'evoluzione degli investimenti alternativi nel tempo e conferma una sostanziale stabilità degli investimenti immobiliari, che rimangono il settore dominante tra i fondi alternativi. Si osserva inoltre una crescita delle allocazioni in *private debt* e

⁴ Quantitative Reporting Templates.

infrastrutture e, in misura più contenuta, nel *private equity*, mentre risulta in diminuzione il peso in portafoglio degli investimenti in *liquid alternative* e *hedge funds*. Le infrastrutture, in particolare, sono passate da 8,4 miliardi nel 2022 ai 12,0 miliardi nel 2025, confermando il crescente interesse delle compagnie per un *asset class* esposta a trend strutturali di lungo periodo, quali la decarbonizzazione, la deglobalizzazione, l'evoluzione demografica, la digitalizzazione e, più recentemente, le esigenze legate alla difesa.

Figura 2.7 - Fondi alternativi (valori in milioni)



Gli investimenti (danni e vita) delle compagnie europee

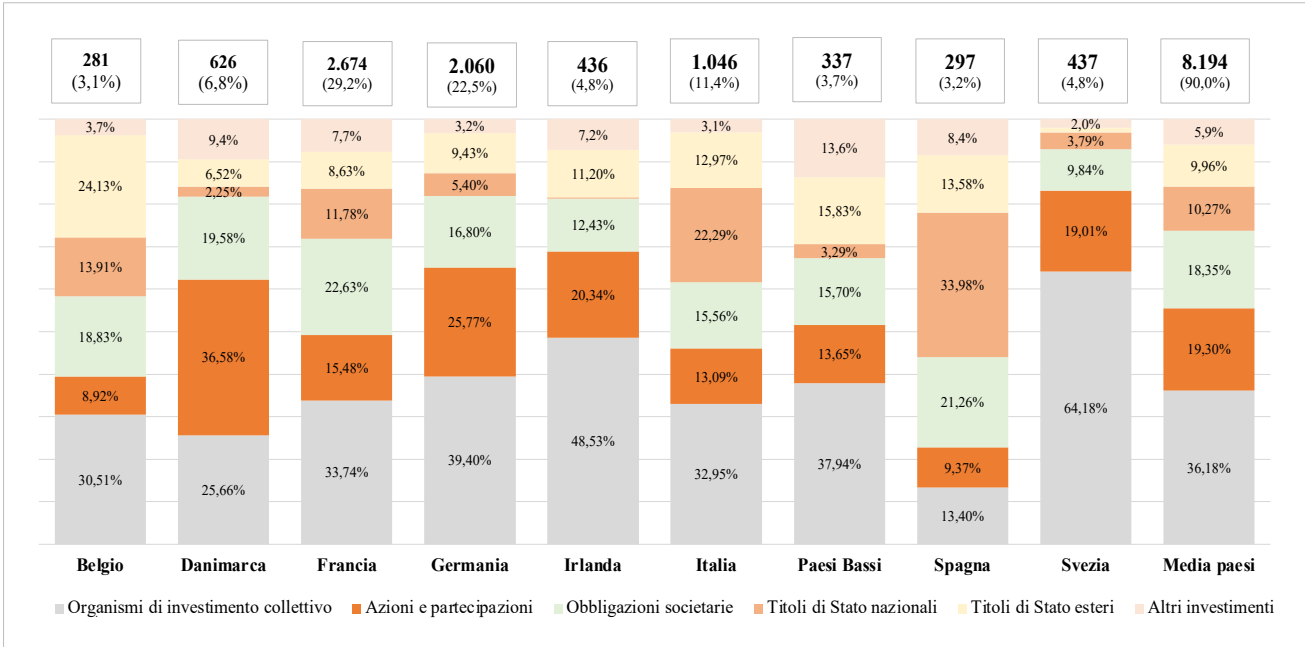
Nei mercati assicurativi dei principali Paesi europei prevalgono gli investimenti **in titoli a reddito fisso** che rappresentano in media **il 38,7% dei portafogli** con una diversa distribuzione tra obbligazioni governative e societarie. Alla fine del 2025 la quota media di titoli di Stato nazionali era del 10,3%, in leggero calo rispetto al 10,8% dell'anno precedente mentre in Italia, nonostante un trend in diminuzione, la concentrazione resta elevata (22,3%, pari a 235 miliardi), seconda solo a quella della Spagna (34,0%); valori più contenuti si registrano in Belgio (13,9%), Francia (11,8%) e nettamente inferiori in Germania, Svezia, Paesi Bassi, Danimarca e Irlanda. Per quanto riguarda i titoli di Stato esteri nei portafogli, spiccano Paesi Bassi (15,8%) e Belgio (24,1%) mentre negli altri Paesi le quote si attestano tra il 6% e il 14%. L'investimento medio in obbligazioni societarie è di circa il 18,4%, con livelli più elevati in Francia, Danimarca, Spagna e Belgio; più contenute, intorno al 15-17%, le esposizioni di Italia, Paesi Bassi e Germania.

I **fondi di investimento** costituiscono una quota crescente del portafoglio (media del 36,2%), con livelli particolarmente alti in Svezia (64,2%), Irlanda (48,5%), Germania (39,4%) e Paesi Bassi (37,9%). Anche in Italia (33,0%), Francia (33,7%) e Belgio (30,5%) si rilevano quote significative. Le **azioni**, comprese le partecipazioni in imprese collegate, rappresentano circa il 19% in media, con un'esposizione maggiore in Danimarca (36,6%), Germania (25,8%) e Irlanda (20,3%) (**figura 2.8**).

A livello geografico solo il 6,4% degli investimenti assicurativi dell'Unione Europea è destinato all'Italia (circa 585 miliardi), mentre la quota più rilevante si concentra in Francia (23,8%, pari a circa

2.200 miliardi), seguita dalla Germania (16,6%). Circa l'11,5% degli investimenti è rivolto a Paesi extraeuropei. Analizzando le singole tipologie di attivi, nel 2025 i titoli di Stato ammontavano a 1.809 miliardi (+1,4% rispetto al 2024), con le maggiori concentrazioni in Francia (24,1%) e Italia (16,6%).

Figura 2.8 - Gli investimenti delle Compagnie europee IVQ 2025



Fonte: elaborazioni ANIA su dati EIOPA, Insurance statistics. valori espressi in miliardi, %.
 Altri investimenti comprende: Obbligazioni strutturate, Titoli garantiti, derivati e altre poste minori

Le **obbligazioni societarie** hanno raggiunto 1.672 miliardi (+1,1%), con investimenti concentrati soprattutto in Francia (22,5%), in Paesi extra europei (18,9%), nei restanti Paesi europei (11,1%) e in società tedesche (10,3%). Solo il 3,5% di questa tipologia di investimento viene effettuata in Italia per un ammontare pari a circa 59 miliardi; le azioni e partecipazioni, pari a 1.593 miliardi (+8,0%), sono prevalentemente tedesche (24,9%) e francesi (19,9%), mentre quelle italiane rappresentano solo il 4,6%. Gli **investimenti in fondi** superano i 3.500 miliardi, concentrati soprattutto su fondi francesi, lussemburghesi e tedeschi; i fondi italiani pesano per appena il 3,4%, pari a circa 120 miliardi (**figura 2.8b**).

Figura 2.8b - Gli investimenti delle compagnie europee IVQ 2025 per emittente

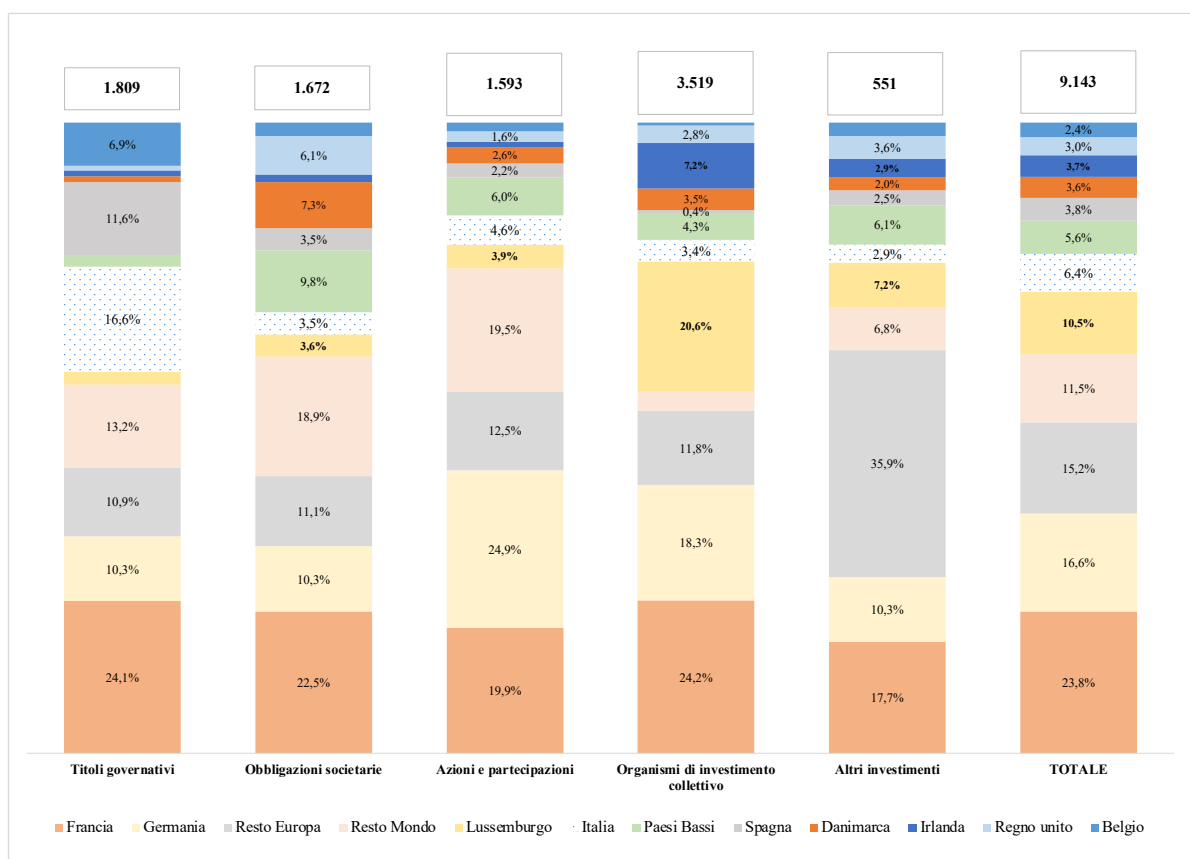
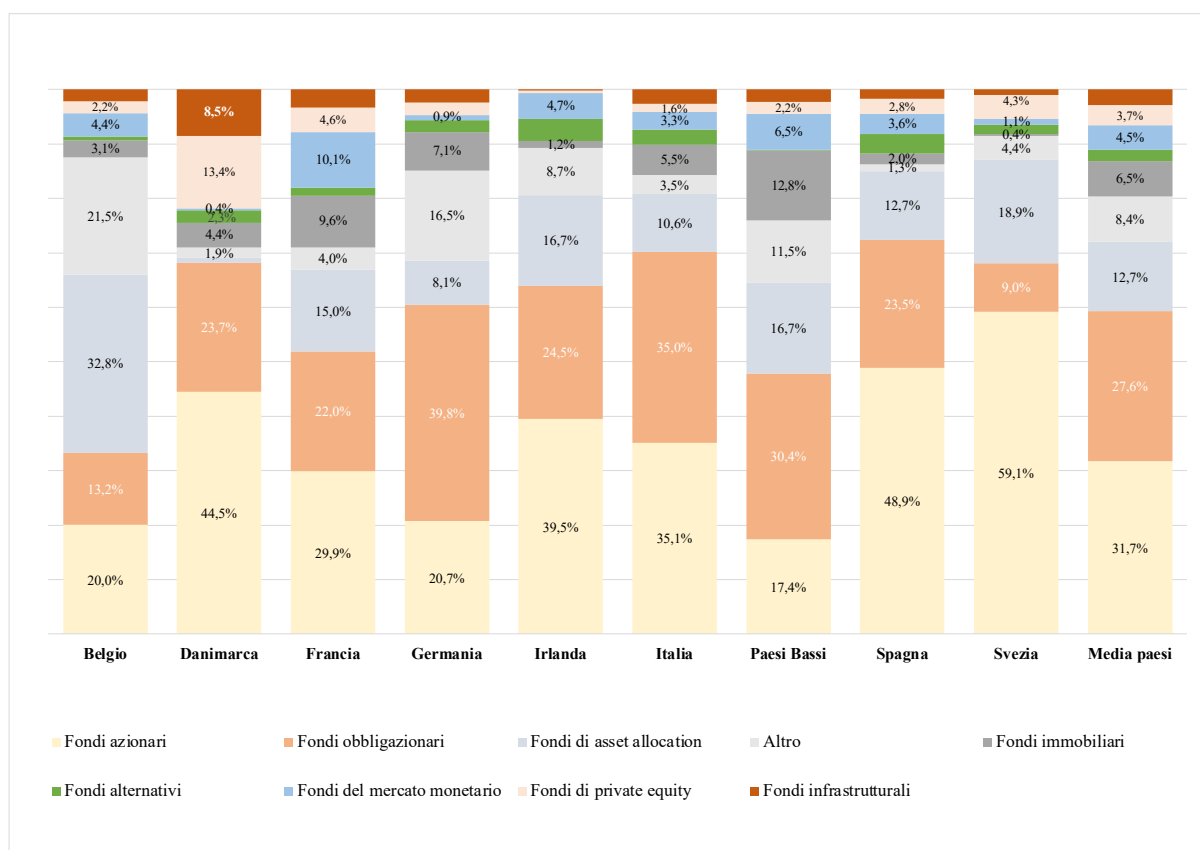


Figura 2.9 – Composizione dei fondi di investimenti delle compagnie europee IVQ 2025



Fonte: elaborazioni ANIA su dati EIOPA, Insurance statistics - Altro comprende: altre voci residuali

Focalizzando l'analisi sulle tipologie di fondi di investimento, la **figura 2.9** evidenzia che nel complesso le imprese europee investono prevalentemente in fondi azionari (31,7%) e di debito (27,6%). In particolare, in Germania si registra la quota più elevata di fondi di debito con un valore pari al 39,8% mentre in Svezia la quota dei fondi azionari è pari al 59,1%. Minoritarie a livello europeo le quote degli investimenti in fondi di *asset allocation* (12,7%) e in fondi immobiliari (6,5%). In particolare, si evidenzia la quota del 10,1% di fondi del mercato monetario nel portafoglio francese, il 13,4% di *private equity* e l'8,5% di fondi infrastrutturali nel portafoglio danese.

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

Il numero di Fondi Pensione Aperti attivi è pari a 38 alla fine del 2025, stabile rispetto all'anno precedente. Restano invariati anche il numero di comparti, che si attesta a 172, e il numero di società operative nel settore, fermo a 30.

Iscritti - Il numero delle posizioni attive ha continuato a crescere nel 2025, registrando un aumento del 8,7% rispetto all'anno precedente (mentre nel 2024 era stato del +7%) raggiungendo complessivamente più di 2,2 milioni. Riguardo al numero e alla composizione degli iscritti, alla fine del 2025 si è osservato un aumento degli aderenti sia tra i lavoratori autonomi (+3,18%) che tra i lavoratori dipendenti (+10,14%). In entrambi i casi, la maggior parte delle nuove adesioni è avvenuta su base individuale.

La **tabella 3.1** riporta i primi 10 Gruppi che gestiscono e distribuiscono Fondi Pensione Aperti classificati per **numero di posizioni in essere**, rappresentativi dell'**87,16%** del totale.

Tabella 3.1 - I primi 10 Gruppi gestori di fondi aperti per numero di posizioni in essere 2024-2025

FONDO PENSIONE APERTO	POSIZIONI IN ESSERE 2024	POSIZIONI IN ESSERE 2025
Gruppo Intesa Sanpaolo	630.940	665.145
Il mio domani	463.626	477.715
Fideuram - Fideuram Vita	126.051	147.088
Previdsystem	24.925	23.999
Ubi Previdenza	9.587	8.871
Giustiniano	5.971	6.725
Bap Pensione 2007	780	747
Arca SGR - Arca previdenza	226.886	247.348
BCC Risparmio e Previdenza SGR	192.549	214.012
Gruppo Amundi	176.218	204.190
Seconda Pensione	105.842	116.408
Core Pension	70.376	87.782
Gruppo Allianz	158.410	183.482
Allianz previdenza	122.479	139.512
Insieme	34.252	43.970
Unicredit - Allianz vita ¹	1.679	
Itas Vita	130.614	142.937
Azimut SGR	86.412	94.759
Azimut Previdenza	69.653	76.292
Azimut Sustainable Future	16.759	18.467
AXA MPS Previdenza per te	85.284	85.198
Anima SGR	60.189	66.149
Gruppo Generali	67.417	68.068
Generali global	59.190	60.355
Almeglio - Alleanza	8.227	7.713
TOTALE	1.814.919	1.971.288

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

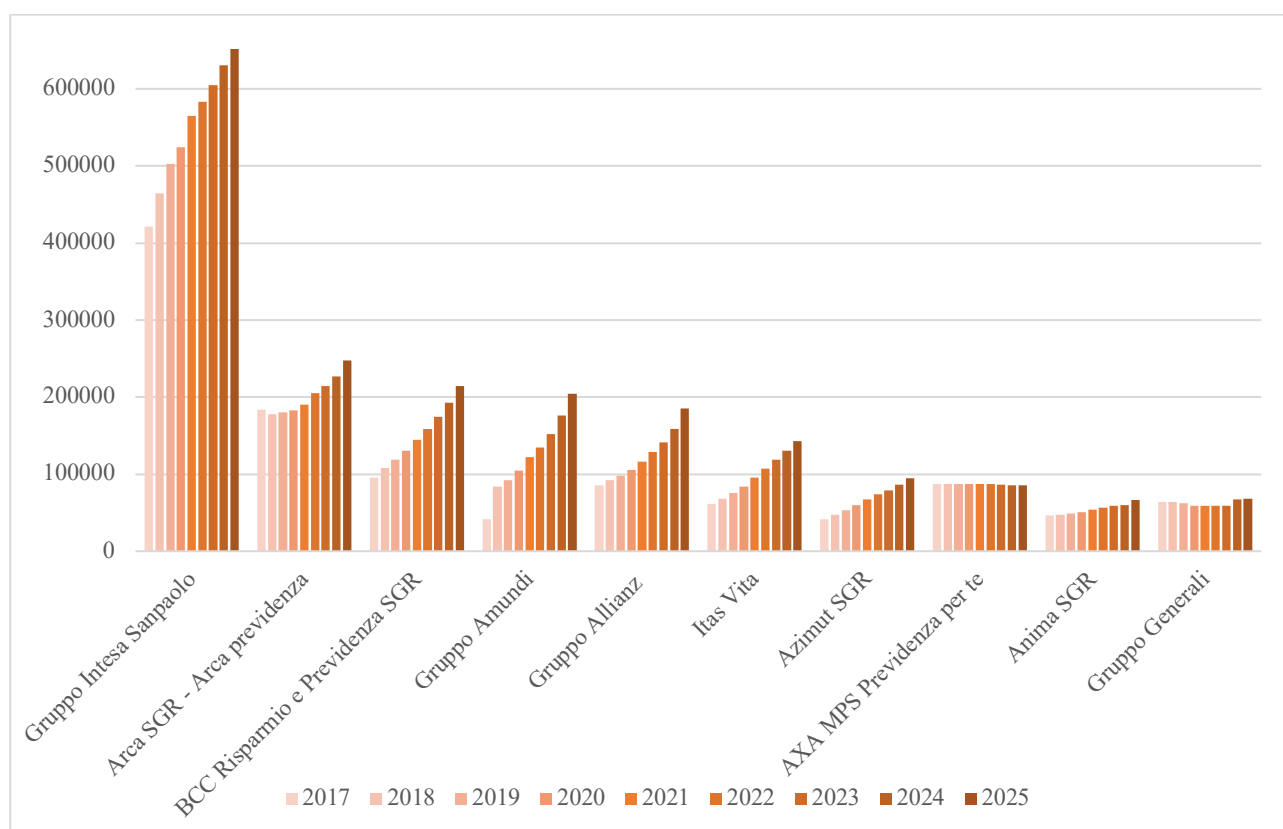
¹ Il fondo pensione aperto Unicredit - Allianz Vita, a partire dal 2025, non rientra più nel computo del gruppo Allianz, ma fa capo a Unicredit Vita Assicurazioni SpA, con un totale di 1.582 iscritti.

Le posizioni individuali non alimentate da contributi sono aumentate leggermente passando dalle 788.000 unità nel 2024, alle 789.000 del 2025 pari al 35% del totale. Questo dato continua ad aumentare: nel 2022 le posizioni silenziose rilevate erano 692.000 e nel 2021 erano 664.000. La maggior parte di queste, il 48% per la precisione, attribuibili ai lavoratori autonomi mentre il 28% ai lavoratori dipendenti, percentuali rimaste pressoché invariate rispetto ai due anni precedenti, seppur in lieve diminuzione.

Il trend di crescita registrato evidenzia come persista, da un lato, la scarsa consapevolezza sull'importanza delle integrazioni pensionistiche da parte dei lavoratori nonostante quasi la metà dei pensionati siano totalmente o parzialmente assistiti dalla collettività e, dall'altro, l'interesse di molti operatori orientati verso altre soluzioni forse più remunerative.

La **figura 3.1** mostra l'evoluzione delle posizioni in essere, per società istituttrice, tra il 2017 e il 2025. Rispetto all'anno precedente, la classifica rimane invariata, così come la posizione dominante del Gruppo Intesa Sanpaolo, che si conferma al vertice per l'intero periodo di osservazione.

Figura 3.1 - I primi 10 Gruppi gestori di fondi aperti per numero di posizioni in essere dal 2017 al 2025



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

L'attivo netto destinato alle prestazioni a fine 2025 si attesta a **42,5 miliardi** di euro, in aumento del 14,03% rispetto ai 37,3 miliardi dell'anno precedente. Nel corso del 2025, i fondi pensione aperti hanno raccolto più di 3,9 miliardi di euro di contributi, segnando un incremento del 15,4% rispetto ai 3,4 miliardi dell'anno precedente. Di questi, più di 2,7 miliardi di euro sono stati versati dai lavoratori dipendenti, di cui 1,2 miliardi di euro (pari al 46,25%) rappresentano quote di TFR. Nel 2025 il contributo medio degli iscritti è di 2.700 euro, di poco superiore ai 2.560 euro del 2024 e 2023. Questo dato è in aumento rispetto ai 2.520 euro del 2022 e ai 2.490 euro del 2021. Nel confronto con l'anno precedente, l'importo della contribuzione per i lavoratori autonomi cresce a 2.890 euro, da 2.780 euro

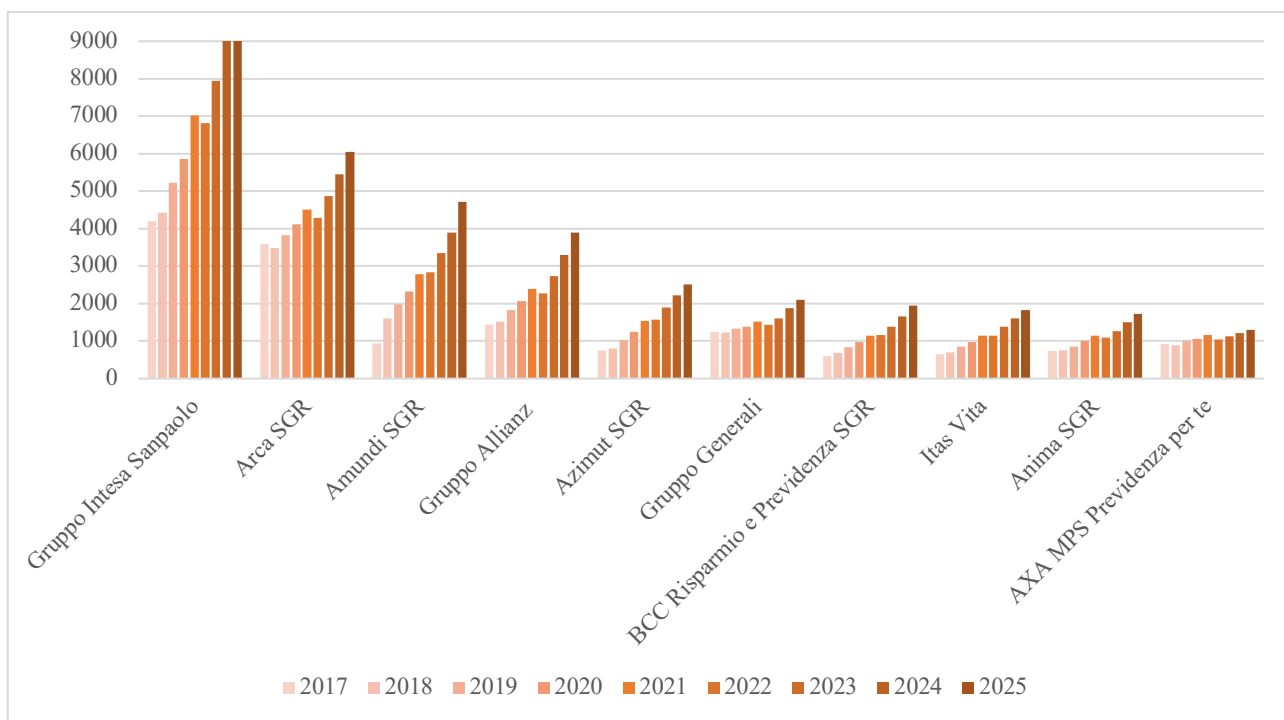
(nel 2023 era di 2.770 euro). Anche per i lavoratori dipendenti l'importo della contribuzione è aumentato, arrivando a 2.910 nel 2025, rispetto a 2.720 euro del 2024 e 2023 (nel 2022 la contribuzione media era di 2.670).

La **gestione delle risorse dei fondi aperti** non registra cambiamenti significativi: le **imprese di assicurazione** detengono, come nel 2024, la quota maggioritaria del 53,6%, mentre la restante porzione di mercato è suddivisa tra i fondi istituiti da società di gestione del risparmio (43%) e l'unica banca presente nel settore (3,4%). Si segnala che il livello di concentrazione dei fondi gestiti dalle prime cinque società finanziarie e assicurative è salito al 68,8%.

L'allocazione dell'attivo netto gestito nei fondi pensione aperti è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al 2024. I comparti bilanciati rappresentano la maggioranza con il 45% (45,8% nel 2024 e 46,3% nel 2023) del totale, seguiti dai comparti azionari che crescono e costituiscono il 29% (27,2% nel 2024 e 25,7% nel 2023). I comparti garantiti hanno registrato una diminuzione, passando dal 15,9% nel 2024 al 15,2% nel 2025 (16,7% nel 2023), così come la quota dei comparti obbligazionari che è diminuita al 10,8% (11,2% nel 2024 e 2023).

La **figura 3.2** e la **tabella 3.2** dettagliano, **per patrimonio**, i primi 10 Gruppi che offrono fondi pensione aperti e che coprono l'85,3% del totale.

Figura 3.2 - I primi 10 Gruppi gestori di fondi aperti per patrimonio dal 2017 al 2025
(valori in milioni di euro)



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

La classifica è restata invariata dal 2023: leader resta il Gruppo Intesa Sanpaolo, che ha ulteriormente incrementato il suo patrimonio dai 9,1 miliardi del 2024 ai 10,2 miliardi del 2025, seguito da Arca SGR e Amundi SGR.

In generale, la gestione dei 42,5 miliardi di euro di patrimonio dei Fondi pensione Aperti è affidata direttamente dalla SGR, Banca o Assicurazione che ha istituito la forma pensionistica, come nel caso delle case principali quali Intesa Sanpaolo la cui gestione finanziaria è affidata alle SGR del gruppo,

Eurizon Capital SGR e Fideuram; di Arca SGR, Amundi e così via. Tuttavia, è sempre più frequente l'utilizzo di fondi o di strumenti di investimento di gestori terzi che in media si può stimare vengano impiegati sul 30/40% degli AUM.

Tabella. 3.2 - I primi 10 Gruppi gestori di fondi aperti per patrimonio 2024-2025
(valori in milioni di euro)

FONDO PENSIONE APERTO	PATRIMONIO 2024	PATRIMONIO 2025
Gruppo Intesa Sanpaolo	9.084,89	10.238,08
Il mio domani	4.649,47	5.206,27
Fideuram	3.404,86	3.975,81
Previdsystem	697,99	706,57
Ubi Previdenza	181,83	181,27
Giustiniano	140,51	157,30
Bap Pensione 2007	10,23	10,85
Arca SGR	5.443,87	6.052,89
Amundi SGR	3.892,69	4.717,22
Seconda pensione	2.760,32	3.198,47
Core Pension	1.132,37	1.518,75
Gruppo Allianz	3.288,61	3.854,94
Allianz previdenza	2.323,24	2.721,78
Insieme	929,37	1.133,16
UniCredit - Allianz vita ²	36,00	
Azimut SGR	2.216,63	2.515,49
Azimut Previdenza	1.955,39	2.193,73
Azimut Sustainable Future	261,24	321,76
Gruppo Generali	1.883,67	2.108,32
Generali global	1.754,02	1.977,19
Almeglio - Alleanza	129,66	131,14
BCC Risparmio e Previdenza SGR	1.652,06	1.948,81
Itas Vita	1.603,53	1.833,86
Anima SGR	1.497,83	1.729,51
AXA MPS Previdenza per te	1.210,51	1.303,83
TOTALE	31.774,31	36.302,95

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

² Il fondo pensione aperto UniCredit - Allianz Vita, a partire dal 2025, non rientra più nel computo del gruppo Allianz, ma fa capo a Unicredit Vita Assicurazioni SpA, con un patrimonio totale di 35,3 milioni di euro.

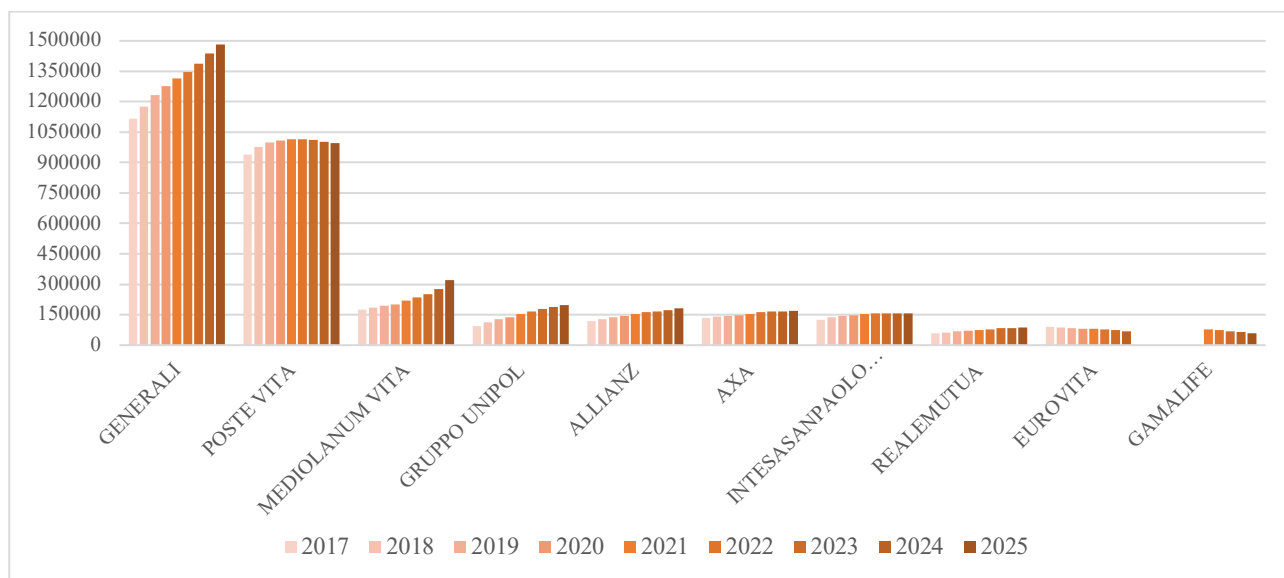
4. I Piani Individuali Pensionistici (PIP): iscritti, patrimoni e gestori

Iscritti - Nel 2025 i PIP contano complessivamente **4.243.435 posizioni in essere**; di queste 3.971.620 relative ai **PIP “nuovi”** (ossia costituiti o adeguati secondo il D.Lgs. 252/2005) rappresentando oltre il 93,6% degli aderenti ai PIP di tipo assicurativo. Gli iscritti¹ effettivi ai Piani Individuali Pensionistici “nuovi” ammontano a 3.800.859, mentre quelli ai PIP cosiddetti “vecchi” sono 271.815, per un totale di 4.072.674; essi sono rappresentativi di circa il 39% degli aderenti alle forme pensionistiche complementari. Continuano a crescere le adesioni, +2,9% rispetto al 2024 (+2,5% nel 2024 sul 2023) ma, come rilevato per i Fondi Pensione Aperti, anche per i PIP nel 2025 si registra un numero elevato di posizioni non alimentate da contributi. Esse sono pari a 1,4 milioni, circa il 35% del totale. La quota maggiore, il 41%, tra i lavoratori autonomi e il 29% tra i lavoratori dipendenti.

Il numero dei PIP attivi - I dati che riportiamo sono riferiti esclusivamente ai PIP “nuovi”, in quanto è preclusa, per i vecchi PIP, la raccolta di nuove adesioni e il conferimento del TFR. A fine 2025 sono **71 i PIP “nuovi”** operativi nel settore, 35 dei quali chiusi a nuove iscrizioni un’unità in più rispetto allo scorso anno. È sceso a 31 unità, -2 rispetto al 2024, anche il numero di imprese di assicurazione attive nel settore.

I primi 10 Gruppi operanti nel settore dei PIP “nuovi”, classificati per numero di posizioni in essere, rappresentano quasi il 91,7% del totale (*tabella 4.1*); la *figura 4.1* evidenzia graficamente la distribuzione delle posizioni in essere.

Figura 4.1 - I primi 10 Gruppi gestori di PIP “nuovi” per numero di posizioni in essere dal 2017 al 2025



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

¹ La differenza tra posizioni in essere e numero di iscritti è dovuta al fatto che la legge consente di poter sottoscrivere uno o più forme pensionistiche; pertanto, le posizioni in essere si riferiscono al numero di rapporti di partecipazione complessivamente aperti presso forme pensionistiche complementari. Gli iscritti si riferiscono al numero di individui (teste) con una o più posizioni in essere presso forme pensionistiche complementari e sono quindi al netto delle duplicazioni dovute a più adesioni, tranne che per i PIP “vecchi”, per i quali non si dispone della distinzione tra posizioni e iscritti. Sono esclusi i pensionati.

La classifica resta invariata rispetto all'anno precedente per i primi tre gradini del podio: si conferma in vetta Generali che raggiunge le 1.482.314 posizioni in essere, seguita da Poste Vita e, infine, Mediolanum Vita. Si segnala la chiusura di Eurovita e il conseguente azzeramento delle posizioni in essere al 2025, a seguito del completamento dell'operazione di salvataggio della società, che ha portato al trasferimento delle forme previdenziali a Unipol.

Tabella 4.1 - I primi 10 Gruppi gestori di PIP “nuovi” per numero di posizioni in essere, anni 2024-2025

PIP “NUOVI”	POSIZIONI IN ESSERE 2024	POSIZIONI IN ESSERE 2025	PIP “NUOVI”	POSIZIONI IN ESSERE 2024	POSIZIONI IN ESSERE 2025
GENERALI	1.439.051	1.482.314	INTESASANPAOLO VITA	157.519	157.876
Alleata Previdenza - Alleanza	732.412	767.162	Il mio futuro	139.836	141.132
Generazione Previdente - Generali Italia	628.663	642.784	PIP progetto pensione	9.837	9.319
BG previdenza attiva - Alleanza	33.995	33.660	Vita&previdenza più	4.414	4.234
Pensionline -Alleanza	26.493	22.202	Previnext Platinum	2.100	1.936
Futuro attivo – Genertel	17.387	16.408	Ouverture 2007	650	625
Nuova Pensione -Alleanza	101	98	Bap Crescendo Previdente	577	536
POSTE VITA	1.003.303	995.545	Previnext	92	83
MEDIOLANUM VITA	275.126	319.173	Aviva Vita - Pro Futuro	13	11
GRUPPO UNIPOL	187.529	196.717	REALE MUTUA	85.505	87.037
Previdenza futura	118.796	131.394	Cento stelle Reale	29.805	30.102
Unipol Futuro Presente	68.733	65.323	Feelgood Italiana assicurazioni	22.778	23.930
ALLIANZ	173.362	175.200	Cento stelle tax plan	15.044	15.076
Orizzonte previdenza	159.582	167.120	Domani sicuro plus	11.996	12.358
Unicredit previdenza ²	6.670		Planner	5.882	5.571
Moneyfarm	6.513	7.534	EUROVITA	69.207	0
Elios previdenza	597	566	PP BayerischeT 4036	25.288	
AXA	167.088	169.044	PP BayerischeT 4046	20.333	
Axa Mps previdenza attiva	111.873	112.381	PP BayerischeT 4026	15.151	
Mia pensione	35.535	37.480	NG nuova generazione	5.080	
Axa Progetto Pensione	13.758	13.016	Rendita di Previdenza Qualificata	1.492	
Axa Mps previdenza personale	5.922	6.167	Pensione domani	1.283	
			Futuro per te	580	
			GAMALIFE	64.109	60.027
			Vipensiono	57.495	53.823
			Pensione Garantita	6.614	6.204
Totale primi 10 gruppi				3.621.799	3.642.953

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

² Il PIP Unicredit Previdenza, a partire dal 2025, non rientra più nel computo del gruppo Allianz, ma fa capo a Unicredit Vita Assicurazioni SpA, con un totale di 3.099 iscritti.

Nel 2025 le **risorse destinate alle prestazioni** aumentano del 8,04%, segnando un lieve rallentamento rispetto al +9,6% registrato l'anno precedente. L'incremento si inserisce in un trend positivo registrato anche negli anni passati: +9,6% nel 2023 +3,4% nel 2022, +12,6% nel 2021 e +10,1% nel 2020 rispetto al 2019. Il totale delle risorse raggiunge così i **59,13 miliardi di euro**. Sommando a questo i 6,98 miliardi dei PIP "vecchi", si raggiungono i **66 miliardi di euro**, corrispondenti al 25,2% del patrimonio totale dei fondi pensione, nonostante rappresentino circa il 40% degli iscritti.

I Piani Individuali Pensionistici (PIP) "nuovi" hanno visto un aumento nel flusso contributivo, raggiungendo più di 5,6 miliardi di euro, rispetto ai 5,3 miliardi registrati nel 2024. Le posizioni relative ai lavoratori dipendenti hanno beneficiato di flussi contributivi pari a 3,9 miliardi di euro, in crescita rispetto ai 3,7 miliardi dell'anno precedente, di cui il 35% è costituito dal Trattamento di Fine Rapporto (TFR). Inoltre, si osserva un incremento del contributo medio degli iscritti nel 2025, che ha raggiunto 2.240 euro, rispetto ai 2.200 euro del 2024 e ai 2.160 euro del 2023. In lieve aumento rispetto all'anno precedente il contributo dei lavoratori autonomi che arriva a 2.720 euro (dai 2.690 euro del 2024), così come il contributo dei lavoratori dipendenti a 2.220 euro dai 2.180 euro nel 2024.

Analizzando le linee di investimento le **“gestioni separate” di ramo I** continuano a rappresentare la parte predominante, costituendo il 66,6% del totale, in diminuzione rispetto al 68,9% registrato nel 2024. Il restante 33,4% delle risorse è destinato alle **gestioni di ramo III**, con il 16,2% investito in linee azionarie (in aumento rispetto al 14,8% del 2024, al 13,1% del 2023 e all'11% del 2022), il 12,5% in linee bilanciate (rispetto all'11,7% del 2024, al 10,8% nel 2023 e al 9,5% nel 2022), e il 4,7% in linee obbligazionarie (rispetto al 4,6% del 2024 al 4,3% nel 2022 e 2023).

La gestione – Come per i Fondi Aperti, anche nel caso dei PIP la gestione è per la maggior parte realizzata dalle stesse imprese di assicurazione che li hanno istituiti, soprattutto se si tratta di gestioni separate di ramo primo o, anche nel caso delle multi-ramo, da soggetti dello stesso Gruppo; tuttavia, è sempre più frequente ai fini della diversificazione e della specializzazione, l'utilizzo di prodotti di case terze sia su asset tradizionali sia su alternativi ed ETF; anche per i PIP si può stimare che circa un 30% dei 66 miliardi di AUM vengono affidati in delega di gestione a soggetti terzi, percentuale che aumenta nei casi di Compagnie che non dispongono di SGR o ne hanno di ridotte dimensioni il che rende questo “investitore istituzionale” sempre più interessante per le “fabbriche prodotto”.

Nella **tabella 4.2** e nella **figura 4.2** vengono elencati i primi 10 Gruppi che gestiscono i PIP “nuovi” per patrimonio (ANDP) e che rappresentano il 94% del totale di settore. La classifica resta invariata rispetto all'anno precedente consolidando Generali in testa seguita da Poste Vita e Mediolanum Vita.

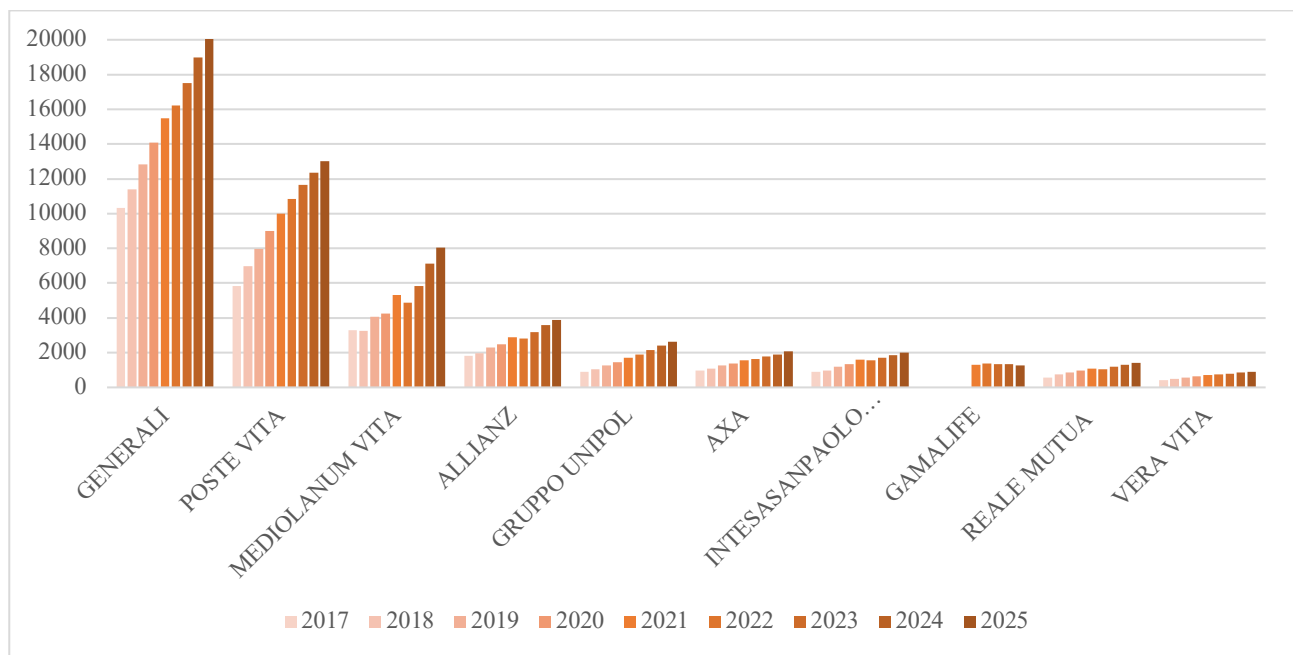
Tabella 4.2 - I primi 10 Gruppi gestori di PIP “nuovi” per patrimonio, anni 2024-2025 (valori in milioni di euro)

PIP “NUOVI”	PATRIMONIO 2024	PATRIMONIO 2025	PIP “NUOVI”	PATRIMONIO 2024	PATRIMONIO 2025
GENERALI	18.980,7	20.505,8	INTESASANPAOLO VITA	1.871,5	2.015,8
Generazione Previdente - Generali Italia	9.660,7	10.255,5	Il mio futuro	1.320,0	1.469,6
Alleata Previdenza - Alleanza	7.709,6	8.652,6	PIP progetto pensione	362,2	360,1
BG previdenza attiva - Alleanza	1.004,0	1.076,7	Vita&previdenza più	117,2	117,9
Pensionline - Alleanza	461,3	388,2	Previnext Platinum	46,5	44,5
Futuro attivo – Genertel	142,4	129,9	Ouverture 2007	11,8	11,0
Nuova Pensione - Alleanza	2,7	2,9	Bap Crescendo Previdente	11,1	10,4
POSTE VITA	12.346,8	13.014,4	Previnext	2,4	2,3
MEDIOLANUM VITA	7.108,2	8.048,3	Aviva Vita - Pro Futuro	0,3	0,1
ALLIANZ	3.589,3	3.750,3	GAMALIFE	1.322,1	1.267,6
Orizzonte previdenza	3.402,5	3.650,1	Vipensiono	1.132,0	1.088,2
Unicredit previdenza ³	109,8		Pensione Garantita	190,1	179,4
Moneyfarm	69,6	92,9	REALE MUTUA	1.305,7	1.422,2
Elios previdenza	7,5	7,3	Cento stelle Reale	499,0	547,5
GRUPPO UNIPOL	2.398,4	2.609,4	Cento stelle tax plan	300,2	316,0
Unipol Futuro Presente	1.252,2	1.249,3	Feelgood Italiana assicurazioni	255,6	300,0
Previdenza futura	1.146,2	1.360,1	Planner	107,4	107,1
AXA	1.897,1	2.060,7	Domani sicuro plus	143,6	151,6
Axa Mps previdenza attiva	979,8	1.061,3	VERA VITA	842,1	901,5
Mia pensione	446,0	515,9	Pensione sicura	669,2	723,2
Axa progetto pensione	335,7	335,6	Vera Vita previdenza	172,9	178,4
Axa Mps previdenza personale	135,6	147,9			
TOTALE primi 10 Gruppi				51.661,9	55.596,1

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

^{3 3} Il PIP Unicredit Previdenza, a partire dal 2025, non rientra più nel computo del gruppo Allianz, ma fa capo a Unicredit Vita Assicurazioni SpA, con un patrimonio totale di 49,8 milioni di euro.

Figura 4.2 - I primi 10 Gruppi gestori di PIP “nuovi” per patrimonio (in milioni di euro) dal 2017 al 2025



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

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

I **Fondi Pensione Negoziali** operativi a fine 2025 sono 33, numero invariato dal 2018, e contano **4,514 milioni di iscritti**, circa 270mila in più rispetto al 2024 (+6,35%). L'aumento continua a essere, in parte, dovuto alle adesioni contrattuali¹ pari a circa 1,925 milioni contro 1,8 milioni dell'anno precedente; di queste posizioni, solo 155.000 ricevono anche altri flussi contributivi, circa 980.000 posizioni sono alimentate dai soli contributi contrattuali e quasi 790.000 posizioni non sono state alimentate nel corso dell'anno. La **tabella 5.1** riporta l'evoluzione dei Fondi Pensione Negoziali dal 1999 al 2025, sia in termini di **iscritti** sia per **numero di fondi** che, a partire dal 2018, sono tornati a 33 fondi, lo stesso valore del 1999, mentre il numero massimo di realtà negoziali è stato raggiunto nel 2002 con 44 fondi con l'importante incremento da 33 a 42 fondi del biennio 1999/2000.

Tabella 5.1 - L'evoluzione dal 1999 al 2025 del numero di fondi e di iscritti

Anno	Numero Fondi	Iscritti	Anno	Numero Fondi	Iscritti	Anno	Numero Fondi	Iscritti
1999	33	701.127	2008	41	2.043.509	2017	35	2.804.633
2000	42	877.523	2009	39	2.040.150	2018	33	3.000.500
2001	41	984.567	2010	38	2.010.904	2019	33	3.160.206
2002	44	1.021.186	2011	38	1.994.280	2020	33	3.261.244
2003	42	1.042.381	2012	39	1.969.771	2021	33	3.452.593
2004	41	1.062.907	2013	39	1.950.552	2022	33	3.806.064
2005	43	1.155.168	2014	38	1.944.276	2023	33	4.017.250
2006	42	1.219.372	2015	36	2.419.103	2024	33	4.244.588
2007	42	1.988.639	2016	36	2.596.819	2025	33	4.514.268

Gli iscritti - Il numero di iscritti tra il 1999 e il 2006 è quasi raddoppiato a seguito della riforma Dini e dell'entrata in vigore dei decreti attuativi per la costituzione dei fondi; nel 2007 si è verificato un ulteriore incremento dovuto al **semestre di silenzio-assenso** (peraltro partito a marzo), previsto dal D.lgs. 252/2005 con il meccanismo di iscrizione tramite conferimento del TFR. Da allora, il numero degli iscritti è più o meno rimasto tale, fino ai primi mesi del 2015 quando si è registrato un ulteriore aumento per l'introduzione del meccanismo di adesione contrattuale sopra citato che, via via, si è esteso a molti contratti di lavoro.

La **tabella 5.2** evidenzia i fondi per tassi di crescita degli iscritti: nel 2025 31 fondi su 33 registrano una variazione percentuale positiva e 2 fondi restano sostanzialmente stabili evidenziando una leggerissima crescita; rispetto allo scorso anno, nessun fondo segna una variazione negativa. Nel dettaglio, tra i fondi con l'incremento più significativo si segnala ancora una volta il contributo

¹ L'adesione contrattuale prevede il versamento di un contributo a carico dell'azienda per tutti i lavoratori a cui si applica un determinato CCNL di lavoro, senza che vi sia l'obbligo per il lavoratore di versare alcun contributo a suo carico o il TFR. È stato introdotto, a partire da gennaio 2015 dal Fondo Prevedi a favore di tutti i lavoratori edili soggetti al CCNL degli edili attraverso il versamento a carico delle aziende di un contributo contrattuale di importo variabile tra i 10 e 20 euro mensili. Nel 2025 i fondi che prevedono l'adesione contrattuale sono 15, 1 in più rispetto all'anno precedente grazie a FOPEN che, nel corso dell'anno, ha introdotto questo meccanismo: Prevedi, Eurofer, Priamo, Previambiente, Perseo Sirio, Previdenza Cooperativa, Fondapi, Byblos, Solidarietà Veneto, Astri, Laborfonds, Concreto, Arco, Agrifondo, Fopen. Si segnala, inoltre, l'emanazione nel giugno del 2025 della circolare da parte del Ministero dell'istruzione e del merito che ha fornito indicazioni alle scuole sull'avvio della procedura di adesione in silenzio assenso al fondo ESPERO.

dell'adesione contrattuale: per Perseo Sirio, ad esempio, delle 50.100 nuove adesioni, 31.500 riguardano il meccanismo di silenzio-assenso².

Tabella 5.2 - Graduatoria fondi per tasso di crescita del numero di iscritti, anno 2025

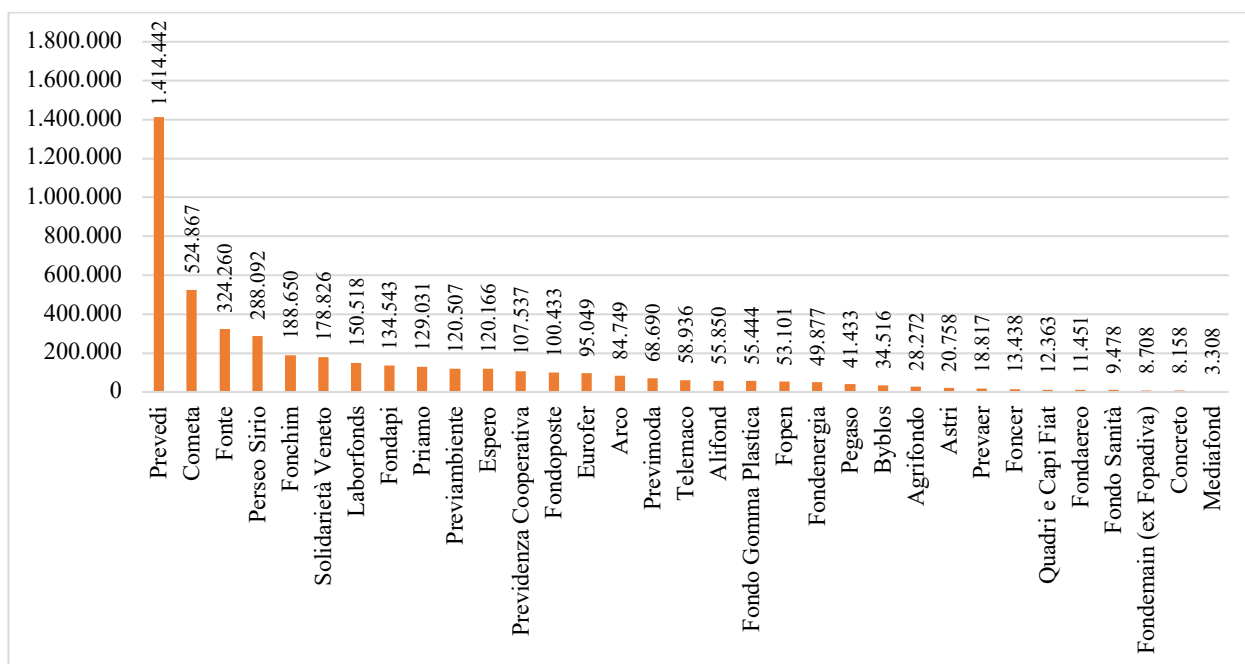
Nome del Fondo	Iscritti 2025	Iscritti 2024	Var %	Nome del Fondo	Iscritti 2025	Iscritti 2024	% Var
Perseo Sirio	288.092	245.587	17,31%	Previambiente	120.507	115.559	4,28%
Fondapi	134.543	116.798	15,19%	Fonchim	188.650	180.966	4,25%
Espero	120.166	105.709	13,68%	Concreto	8.158	7.827	4,23%
Fonte	324.260	291.489	11,24%	Previmoda	68.690	65.908	4,22%
Solidarietà Veneto	178.826	162.092	10,32%	Fondaereo	11.451	11.013	3,98%
Prevaer	18.817	17.068	10,25%	Fondo Gomma Plastica	55.444	53.470	3,69%
Agrifondo	28.272	25.830	9,45%	Fopen	53.101	51.375	3,36%
Fondo Sanità*	9.478	8.693	9,03%	Byblos	34.516	33.472	3,12%
Alifond	55.850	52.046	7,31%	Fondoposte	100.433	97.681	2,82%
Fondemain	8.708	8.120	7,24%	Previdenza Cooperativa	107.537	104.822	2,59%
Laborfonds	150.518	141.611	6,29%	Eurofer	95.049	92.673	2,56%
Pegaso	41.433	39.033	6,15%	Fondenergia	49.877	48.768	2,27%
Mediafond	3.308	3.122	5,96%	Foncer	13.438	13.229	1,58%
Cometa	524.867	496.941	5,62%	Telemaco	58.936	58.175	1,31%
Astri	20.758	19.706	5,34%	Quadri e Capi Fiat	12.363	12.258	0,86%
Priamo	129.031	123.656	4,35%	Arco	84.749	84.327	0,50%
Prevedi	1.414.442	1.355.564	4,34%	Totale	4.514.268	4.244.588	6,35%

*Dal 2026 il Fondo Sanità ha modificato denominazione in FONDOPRO (Fondo pensione complementare a capitalizzazione per i professionisti).

La **figura 5.1** classifica invece i 33 fondi per numero assoluto di iscritti, evidenziando come i primi 20 fondi raccolgano anche quest'anno **il 94%** del totale di sistema. Le posizioni in essere per le quali non risultano versamenti nel corso del 2025 sono 1,2 milioni (+8% rispetto all'anno precedente), in costante crescita negli ultimi anni (erano 325.000 nel 2016); come accennato in apertura, l'incremento del fenomeno della mancata contribuzione è principalmente riconducibile alle adesioni contrattuali.

² In data 16 settembre 2021 è stato firmato l'Accordo sulla regolamentazione inerente alle modalità di espressione della volontà di adesione al Fondo Perseo Sirio, anche mediante forme di silenzio-assenso, ed alla relativa disciplina di recesso del lavoratore. Se, trascorsi 6 mesi dall'assunzione, il dipendente non ha manifestato alcuna volontà viene automaticamente iscritto al comparto garantito; entro un mese dalla comunicazione da parte del Fondo di avvenuta adesione, il lavoratore può esercitare il diritto di recesso.

Figura 5.1 - I Fondi Negoziali per numero di iscritti, anno 2025



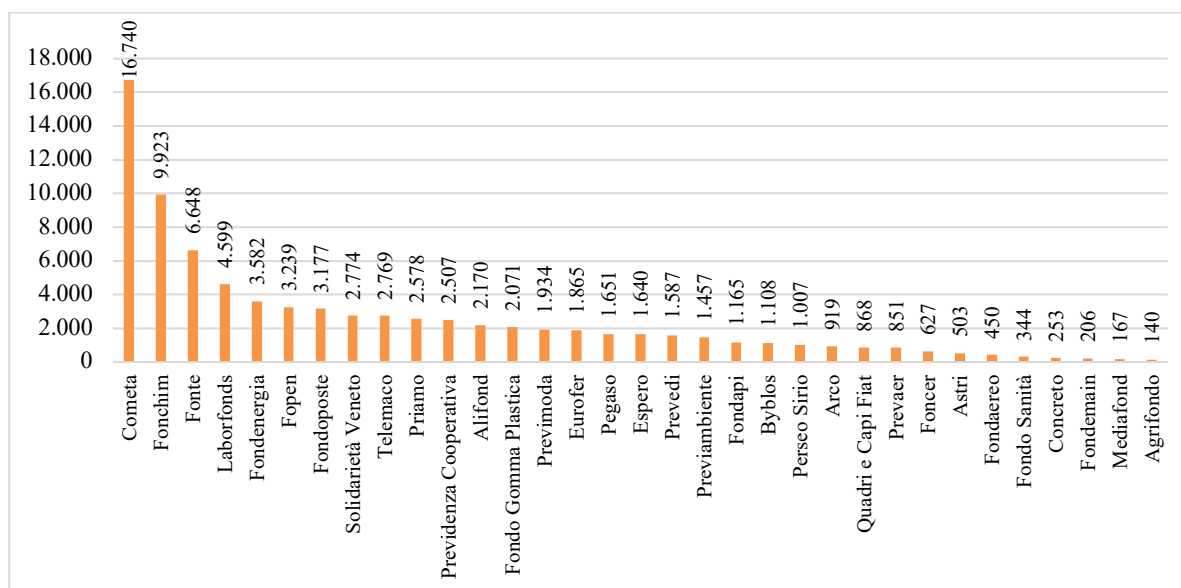
Il patrimonio - Il patrimonio complessivo ammonta a **81,517 miliardi di euro**, con un incremento di 6,92 miliardi rispetto ai **74,592 miliardi** del 2024 (+9,28% sull'anno precedente in linea con il +9,9% del 2023 sul 2024). Come risulta dalla serie storica riportata nella **tabella 5.3**, dopo la contrazione del 2022 dovuta dall'andamento assai negativo dei mercati finanziari che hanno inciso anche sui rendimenti a 5 e 10 anni, unica eccezione registrata dal 1999 a oggi, le risorse accumulate dai Fondi Pensione Negoziali crescono anche quest'anno grazie, anche, all'andamento positivo dei mercati.

Tabella 5.3 - L'andamento del patrimonio dei Fondi Pensione Negoziali dal 1999 al 2025
(valori in milioni di euro)

Anno	Patrimonio	Anno	Patrimonio	Anno	Patrimonio
1999	544	2008	14.092	2017	49.456
2000	1.190	2009	18.757	2018	50.410
2001	2.256	2010	22.384	2019	56.136
2002	3.264	2011	25.272	2020	60.368
2003	4.543	2012	30.174	2021	65.322
2004	5.881	2013	34.504	2022	61.101
2005	7.615	2014	39.644	2023	67.875
2006	9.257	2015	42.546	2024	74.592
2007	11.599	2016	45.931	2025	81.517

La **figura 5.2** riporta la classifica dei Fondi Negoziali per attivo netto destinato alle prestazioni. Si consideri che i primi 20 fondi rappresentano, anche per il 2025, il 91% del totale.

Figura 5.2 - I Fondi Negoziati per patrimonio, valori in milioni di euro, anno 2025



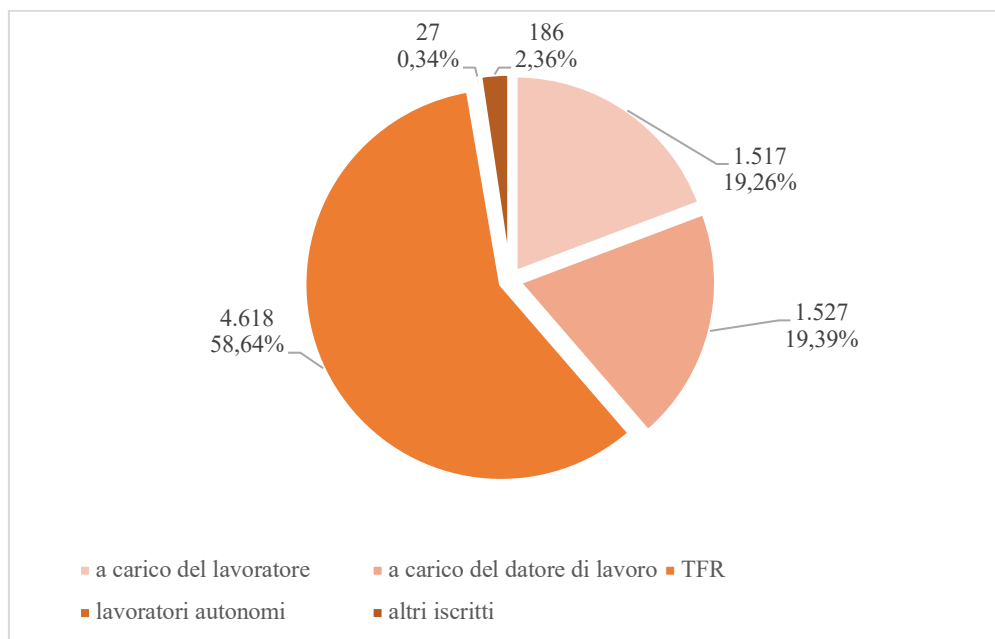
I flussi contributivi e la variazione del patrimonio – Anche quest’anno, tutti i Fondi Negoziati hanno registrato una variazione patrimoniale positiva per la gran parte attribuibile ai flussi contributivi in ingresso. L’incremento significativo (pari al 33%) riferito a Perseo Sirio è da imputare per il quarto anno consecutivo alla crescita delle adesioni in silenzio-assenso che, a differenza di quanto previsto per i lavoratori privati, attiva tutti i flussi contributivi (TFR, contributo del datore di lavoro e contributo del lavoratore) e non il solo versamento del TFR (*tabella 5.4*). Il flusso derivante dalle contribuzioni registrato nel 2025 è stato pari a **7,875 miliardi di euro**, in crescita rispetto ai 7,104 del 2024, ai 6,519 del 2023 (+9%), ai 6,051 del 2022, ai 5,788 del 2021 e ai 5,448 del 2020.

Tabella 5.4 - Le variazioni patrimoniali dei Fondi Pensione Negoziati, anno 2025

Nome del Fondo	Patrimonio 2025	Patrimonio 2024	Var. %	Nome del Fondo	Patrimonio 2025	Patrimonio 2024	Var. %
Perseo Sirio	1.006.579.213	757.413.340	32,90%	Arco	918.691.558	854.374.834	7,53%
Prevedi	1.586.914.424	1.365.763.170	16,19%	Astri	503.211.655	468.086.102	7,50%
Solidarietà Veneto	2.774.164.738	2.431.048.730	14,11%	Fondenergia	3.581.637.274	3.333.134.461	7,46%
Eurofer	1.864.912.138	1.658.687.649	12,43%	Fondo Sanità	343.899.917	320.332.203	7,36%
Fonte	6.648.103.166	5.971.549.590	11,33%	Fondemain	205.688.298	191.601.510	7,35%
Telemaco	2.768.956.232	2.489.721.413	11,22%	Fondo Gomma Plastica	2.070.894.060	1.934.171.536	7,07%
Priamo	2.577.589.849	2.325.660.904	10,83%	Fondoposte	3.176.915.251	2.978.785.265	6,65%
Laborfonds	4.599.298.325	4.159.207.923	10,58%	Fopen	3.238.573.288	3.041.602.058	6,48%
Cometa	16.740.408.731	15.245.635.534	9,80%	Fondaereo	449.664.112	422.752.597	6,37%
Agrifondo	139.679.079	127.510.538	9,54%	Byblos	1.107.862.722	1.041.746.156	6,35%
Fondapi	1.164.891.379	1.064.236.503	9,46%	Previambiente	1.457.452.843	1.370.558.140	6,34%
Pegaso	1.650.897.317	1.520.363.040	8,59%	Espero	1.640.437.456	1.547.760.422	5,99%
Alifond	2.170.062.297	2.000.631.640	8,47%	Quadri e Capi Fiat	868.037.210	819.315.576	5,95%
Fonchim	9.922.838.110	9.170.878.906	8,20%	Foncer	626.664.142	592.654.594	5,74%
Previmoda	1.934.137.483	1.790.283.941	8,04%	Concreto	252.669.924	242.544.644	4,17%
Mediafond	167.402.116	155.089.627	7,94%	Previdenza Cooperativa	2.507.100.466	2.408.852.955	4,08%
Prevaer	850.606.343	790.053.543	7,66%	Totale	81.516.841.116	74.592.009.044	9,28%

Considerato che le adesioni ai Fondi Negoziali risultano, per quasi la totalità, riferite a lavoratori dipendenti, le prime tre voci di flusso riguardano: il conferimento del TFR, che rappresenta quasi il 60% del totale confluente, il contributo datoriale e quello a carico del lavoratore, che valgono rispettivamente il 19,39% e il 19,26% del flusso complessivo; resta marginale la contribuzione versata da lavoratori autonomi e altri iscritti, come ad esempio i soggetti fiscalmente a carico. Il contributo medio per gli iscritti versanti, compresi gli aderenti contrattuali, è di **2.390 euro**, mentre escludendo gli aderenti contrattuali, il contributo medio sale a **3.560 euro** (3.460 nel 2024), TFR compreso.

Figura 5.3 – Composizione dei flussi contributivi, valori in milioni di euro, anno 2025



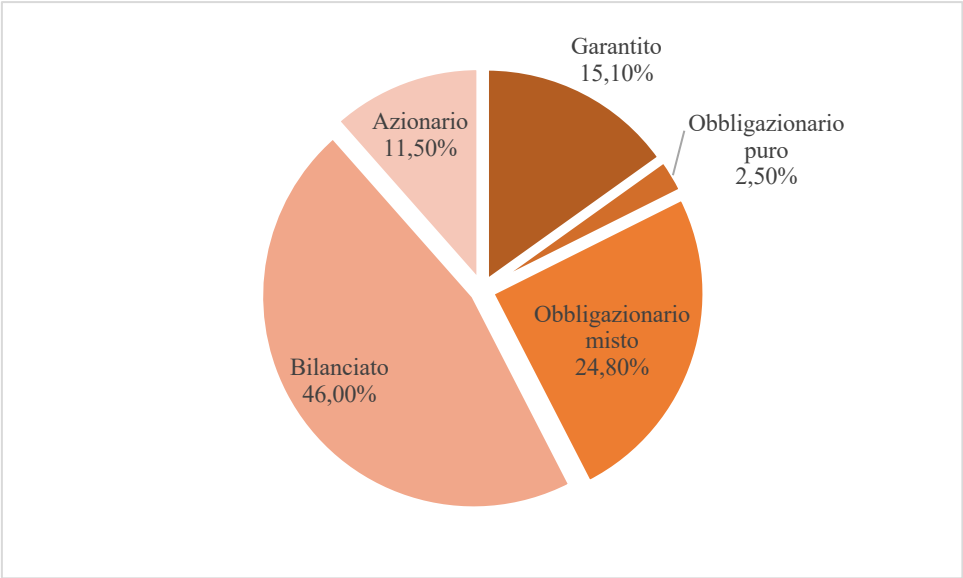
La ripartizione del patrimonio per comparto – Dall’analisi annuale dei bilanci dei Fondi Pensione Negoziali³, risulta che i 33 Fondi hanno un totale di 102 comparti (3 in più rispetto allo scorso anno), di cui 33 garantiti, 26 bilanciati, 23 azionari, 14 obbligazionari misti e 6 obbligazionari puri; in termini di ANDP (**figura 5.4**), il peso dei comparti bilanciati e obbligazionari, rispettivamente pari al 46% e al 27,3%, continua a essere preponderante (59,75 miliardi su 81,517) mentre il peso dei comparti garantiti si conferma al 15,1% (pari a circa 12 miliardi) e quello dei comparti azionari cresce anche quest’anno, passando dal 6,8% del 2022 al 7,7% del 2023 al 8,9% del 2024 all’11,5% del 2025 (9,4 miliardi).

Nel 2025 sono complessivamente 11 i fondi pensione negoziali che offrono l’adesione a un percorso *life-cycle* (Byblos, Espero, Pegaso, Perseo Sirio, Solidarietà Veneto, Telemaco, Previmoda, Fondenergia, Fondoposte, Eurofer e Gommaplastica) per un totale di 75.300 posizioni (circa il 7,6% delle posizioni complessive di tali fondi e l’1,7% di quelle totali del settore). A partire dal 1° luglio 2026, a seguito delle modifiche apportate dalla Legge 199/2025 (Legge di Bilancio per l’anno 2026)

³ Il Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali analizza ogni anno i bilanci di tutti gli investitori istituzionali, compresi quindi i fondi pensione negoziali, e procede al caricamento in un database relazionale di tutti gli investimenti che compongono il patrimonio di ogni singolo fondo pensione; le analisi che seguono sono ricavate dall’elaborazione di questi dati.

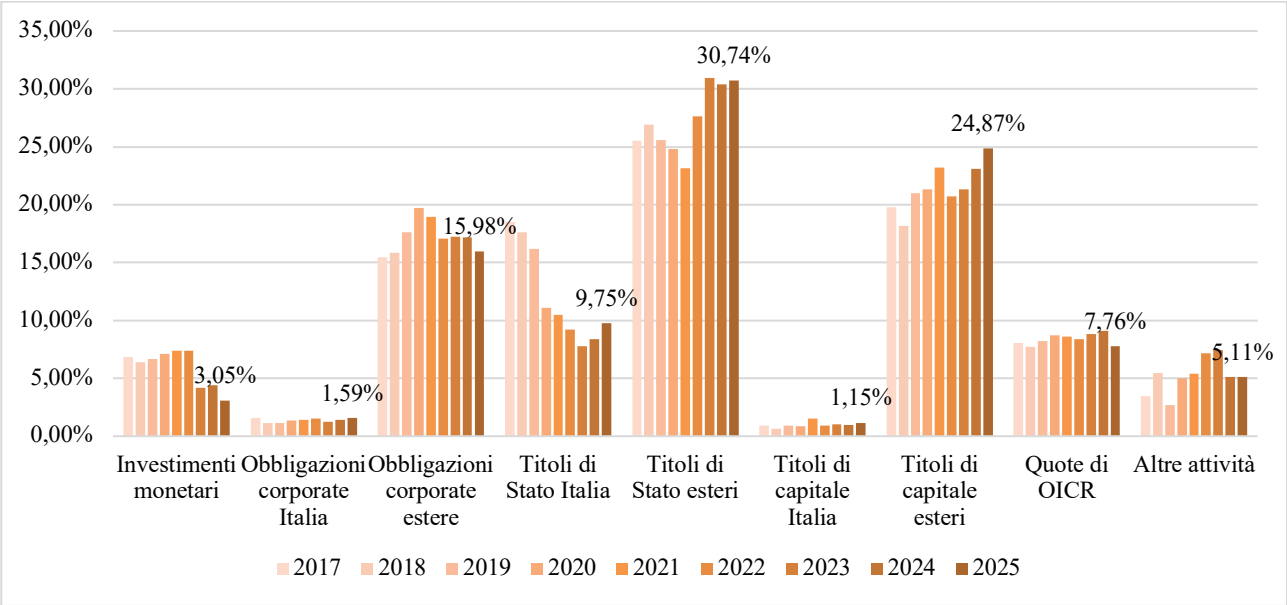
all'art. 8, comma 9, del Decreto lgs. 252/2005, i contributi e le quote di TFR pervenuti a seguito di adesione automatica devono essere investiti in percorsi o linee di investimento *life-cycle*, caratterizzati da differenti profili di rischio-rendimento che tengono conto dell'orizzonte temporale dell'investimento e dell'età anagrafica dell'aderente, definiti sulla base di criteri minimi individuati dalla COVIP.

Figura 5.4 – Attivo netto destinato alle prestazioni per tipologia di comparto, anno 2025



Composizione del patrimonio in gestione - La *figura 5.5* evidenzia la composizione del patrimonio in gestione dei Fondi Negoziali relativa agli ultimi 9 anni.

Figura 5.5 - La composizione delle risorse in gestione dei Fondi Pensione Negoziali 2017-2025



Dall’analisi del portafoglio gestito si evidenzia che, in linea con gli anni passati, la quota più rilevante è costituita dai **titoli di debito**, pari al **58%**, in aumento rispetto al 57% del 2024 e del 2023, al 55% del 2022 e al 54% nel 2021; in dettaglio, i **titoli di Stato** rappresentano il **40,5%** delle risorse in gestione (era il 38,8% nel 2024, 38,7% nel 2023, il 36,6% nel 2022, il 33,6% nel 2021, il 36% nel

2020, il 42% nel 2019 e il 44,53% nel 2018), di cui il 30,7% emessi da Stati esteri e il restante 9,75% italiani; il peso della componente governativa domestica continua a crescere per il terzo anno consecutivo, dopo il calo registrato tra il 2017 e il 2022, e rappresenta un valore di 8,3 miliardi di euro. Le **obbligazioni corporate** ammontano invece al 17,6%, in calo di un punto percentuale rispetto allo scorso anno, di cui il 16% di aziende estere. Aumenta anche quest'anno la quota investita in titoli di capitale, pari al 26% delle risorse in gestione (24% nel 2024 e 22,4% nel 2023), di cui il 25% di emittenti esteri. In lieve riduzione la quota di OICR, dal 9,1% del 2024 al 7,8% del 2025, e gli investimenti monetari dal 4,4% al 3%.

Composizione per tipologia di titoli e ripartizione geografica - Dalla lettura combinata del nostro database e dei dati COVIP (*tabella 5.5*) è possibile individuare la composizione del portafoglio titoli (debito e capitale) detenuti dai Fondi Negoziati sia direttamente sia per il tramite di OICR, attraverso l'applicazione del principio del “*look through*”, in base all'area geografica. Nell'ambito dei titoli di debito rimane prevalente la quota investita in titoli emessi da soggetti appartenenti ai Paesi dell'area euro, in lieve riduzione rispetto ai tre anni precedenti, con un peso pari al 41,8% del portafoglio titoli, di cui l'12,2% italiani (11,2% nel 2024 e 10,8% nel 2023).

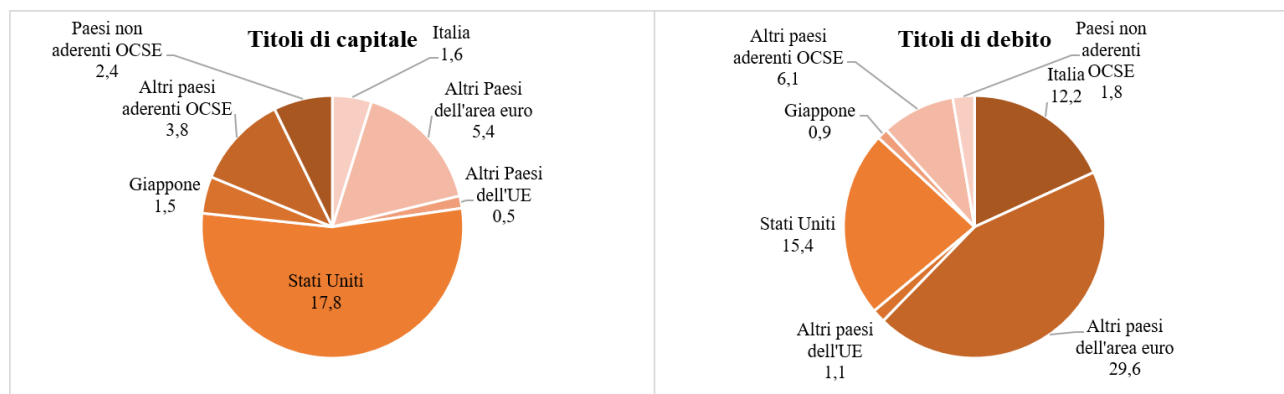
Tabella 5.5 - Composizione del patrimonio dei Fondi Negoziati per tipologia e area geografica (valori %) per gli anni 2024 e 2025

	2024	2025					
	Totale	Garantito	Obblig. puro	Obblig. Misto	Bilanciato	Azionario	Totale
Titoli di debito	69,1	95,4	100,0	67,7	63,5	34,7	67,1
Italia	11,2	30,2	21,7	9,1	9,3	5,4	12,2
Altri Paesi dell'area euro	31,5	57,7	40,9	30,1	23,2	14,1	29,6
Altri Paesi dell'UE	1,1	1,1	2,5	1,1	1,1	0,5	1,1
Stati Uniti	15,7	3,0	20,6	16,4	19,9	9,5	15,4
Giappone	1,1	0,3	0,5	0,5	1,3	0,7	0,9
Altri Paesi aderenti OCSE	6,2	2,8	11,7	8,5	6,1	3,6	6,1
Paesi non aderenti OCSE	2,4	0,2	2,1	2,0	2,5	0,8	1,8
Titoli di capitale	30,9	4,6	-	32,3	36,5	65,3	32,9
Italia	1,4	0,2	-	1,5	2,0	2,5	1,6
Altri Paesi dell'area euro	5,2	1,1	-	6,9	4,8	11,2	5,4
Altri Paesi dell'UE	0,4	0,1	-	0,4	0,6	0,8	0,5
Stati Uniti	17,8	2,3	-	16,3	20,0	36,4	17,8
Giappone	1,3	0,2	-	1,4	1,7	2,9	1,5
Altri Paesi aderenti OCSE	3,1	0,7	-	3,4	4,4	7,3	3,8
Paesi non aderenti OCSE	1,7	-	-	2,3	2,9	4,1	2,4
Totale portafoglio	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Relazione per l'anno 2025, COVIP. La tavola comprende sia i titoli detenuti direttamente sia quelli detenuti per il tramite degli OICR (cosiddetto "Principio del look through")

Seguono i titoli di debito degli emittenti statunitensi pari al 15,4% (-0,3% rispetto al 2024) e quelli degli emittenti di altri paesi aderenti all'OCSE con una quota del 6,1% (6,2% nel 2024). Gli investimenti in titoli di debito di paesi non aderenti all'OCSE rappresentano l'1,8% (in riduzione rispetto al 2024) mentre la quota di titoli di debito giapponesi e quelli degli altri paesi UE si attestano rispettivamente allo 0,9% e all'1,1%.

Per quanto riguarda invece i titoli di capitale, il 17,8% riguarda emittenti statunitensi (stabile rispetto al 2024); seguono a distanza i titoli dell'area euro che rappresentano il 7%, con un lieve aumento sia delle azioni emesse da imprese residenti nel nostro Paese (+0,2%), sia della quota prevalente dell'investimento relativo ad azioni emesse da altri Paesi dell'area euro (+0,2%). Aumentano anche le quote investite in titoli di emittenti residenti in altri Paesi aderenti all'OCSE (+0,7%) e in Giappone (+0,2%).

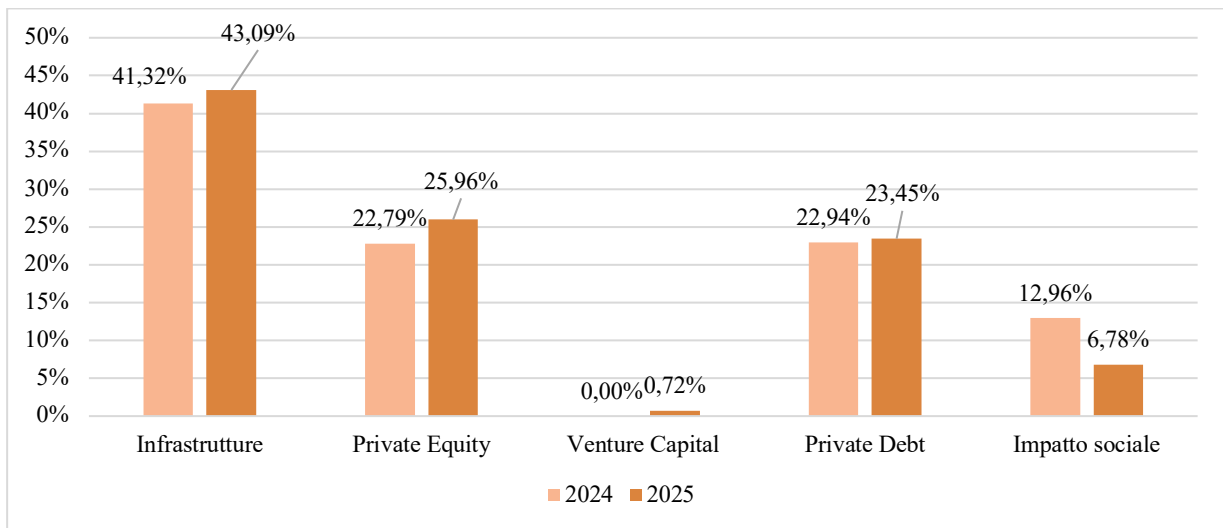


Investimenti diretti e indiretti dei Fondi Negoziali – In linea con le disposizioni dettate dal D.lgs. 252/2005 e dal D.M. 166/2014, la gestione è quasi totalmente esternalizzata a soggetti professionali, quali: banche, SIM, SGR e Compagnie di Assicurazione. Tuttavia, si amplia anche quest'anno la cosiddetta “*gestione diretta*” di una quota del patrimonio sfruttando la possibilità prevista dall'articolo 6, comma 1, lettere d) ed e) del decreto sopra citato, sottoscrivendo o acquistando direttamente quote o azioni di società immobiliari, ovvero quote di fondi comuni di investimento mobiliare o immobiliare chiusi. Nel 2025 gli **investimenti diretti** ammontano nel complesso a circa **878 milioni di euro** (738 nel 2024, 550 nel 2023, 380 nel 2022 e 300 nel 2021), con peso sul totale dell'attivo netto destinato alle prestazioni pari all'1,08%⁴.

Di questi 878 milioni, circa 860 sono rappresentati da quote di fondi d'investimento alternativi, sottoscritte direttamente da 17 fondi pensione negoziali. Le tipologie di FIA sono rappresentate dalla **figura 5.6**. I **fondi infrastrutturali** coprono il **43,09%** dell'esposizione complessiva (in aumento rispetto al 41,32% dello scorso anno e al 38% del 2023), seguiti dai fondi di **private equity** e **private debt** (con un peso rispettivamente del **25,96%** e del **23,45%**) e per la restante parte da **fondi a impatto sociale**, nella cui definizione rientrano in questo caso specifico fondi di **social housing** (circa il **6,78%**), e da quest'anno anche da fondi di **venture capital** (**0,72%**). Circa 200 milioni del totale investito in FIA fanno riferimento ai fondi di **private debt**, **private equity** e infrastrutture gestiti da **Fondo Italiano d'Investimento SGR** e da **CDP Real Asset SGR** nell'ambito del **Progetto Economia Reale**, l'iniziativa promossa da **Assofondipensione e Cassa Depositi e Prestiti**. In merito ai settori d'investimento, si segnala in particolare che circa 80 milioni sono destinati alla transizione energetica, pari al 13% del totale investito in fondi infrastrutturali e di **private equity**.

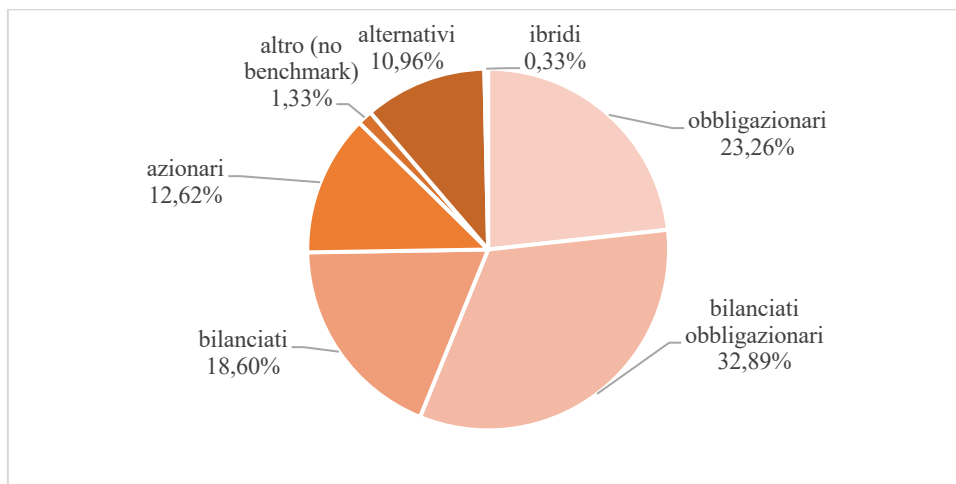
⁴ In dettaglio, i Fondi Pensione Negoziali che effettuano investimenti diretti sono 17: Arco, Byblos, Concreto, Eurofer, Fonchim, Fondenergia, Fon.Te, Fopen, Laborfonds, Pegaso, Perseo Sirio, Prevedi, Previambiente, Previdenza Cooperativa, Previmoda, Priamo, Solidarietà Veneto. Nel corso del 2025 tutti i fondi di investimento chiusi riservati detenuti in precedenza in gestione diretta da Prevaer sono stati trasferiti in gestione a Eurizon Capital SGR S.p.A. Per approfondimenti si vedano i dettagli disponibili nel database.

Figura 5.6 - Le tipologie di FIA acquistati direttamente dai Fondi Pensione Negoziali nel 2024 e nel 2025



Per quanto riguarda, invece, gli **investimenti indiretti**, che rappresentano la modalità principale di gestione del patrimonio da parte dei Fondi Pensione Negoziali, nel 2025 sono stati affidati 301 mandati. Di questi, come risulta dalla **figura 5.7**, il **56%** è di natura **obbligazionaria**, con un peso in lieve riduzione rispetto all'anno precedente. In termini di patrimonio investito, gli obbligazionari "puri" e i bilanciati obbligazionari rappresentano circa il 70% del totale gestito.

Figura 5.7 - La tipologia dei mandati per numero, anno 2025



Seguono i bilanciati (18,6%), gli azionari (12,62%), i mandati "alternativi" in *private markets* (stabili al 10,96%) e i mandati classificati come "altro" (1,33%), intesi come mandati senza benchmark (es. *total return*, *absolute return*). A partire da quest'anno è stata prevista anche la categoria "ibridi" che rappresenta un mandato full multi-asset di strumenti liquidi ed illiquidi. In termini di patrimonio investito, i mandati bilanciati riguardano circa il 18% del patrimonio in gestione, gli azionari il 9%, gli "altri" il 1,1% e gli "alternativi" il 2%.

Con riferimento ai **mandati in private asset**, a fine 2025 risultano in essere 34 convenzioni di gestione in fondi di investimento alternativi (erano 26 nel 2024 e nel 2023 e 17 nel 2022), sottoscritti da 14 Fondi Pensione Negoziali (*Alifond*, *Byblos*, *Foncer*, *Fonchim*, *Fondenergia*, *Fondo Gomma Plastica*, *Fondoposte*, *Fon.Te*, *Fopen*, *Pegaso*, *Previdenza Cooperativa*, *Previmoda*, *Quadri e Capi Fiat* e *Telemaco*) per circa 1,3 miliardi di euro. Di questi 34 mandati "alternativi", 17 sono stati sottoscritti

nell'ambito di iniziative comuni: il **Progetto Iride**⁵ per l'*asset class* del *private equity*, il **Progetto Zefiro**⁶ per il *private debt* e il **Progetto Vesta**⁷ per le infrastrutture; i restanti mandati sono *multi-asset* nel settore del *private equity*, del *private debt* e delle infrastrutture affidati da singoli fondi.

Economia reale domestica – Nel complesso i Fondi Negoziali investono nell'economia del nostro Paese una quota modesta: sulla base dei dati Covip che consentono di sfruttare il principio del *look-through*, con il 2,3% di titoli di debito italiani e l'1,6% in titoli di capitale italiani, si può stimare l'investimento in economia reale domestica dei Fondi Negoziali pari al 3,9% delle risorse in gestione. Considerando anche il 9,9% investito in Titoli di Stato, la percentuale sale al 13,8%.

I gestori – In relazione alla tipologia di gestore, in totale i mandati sono assegnati a 47 società specializzate, di cui 34 estere e 13 italiane; queste ultime gestiscono 158 mandati e detengono il 52,2% delle risorse in gestione (in riduzione rispetto al 54,1% dello scorso anno), ripartiti tra SGR (39%), imprese di assicurazione (11%) e SIM (2,2%), per un totale di circa 43 miliardi di euro; alle fabbriche prodotte estere sono affidati 143 mandati, pari al 47,8% delle risorse e a 39 miliardi di euro; considerando i gestori residenti in Italia ma appartenenti a gruppi stranieri, la quota gestita dagli operatori esteri si attesta al 59,4%.

La **tabella 5.6** mostra la classifica dei primi 10 gestori per *asset under management* (AUM), cui è affidato quasi l'80% delle risorse totali. Al confronto con lo scorso anno, Eurizon Capital si conferma al primo posto sia per AUM sia per numero di mandati (al netto dei 9 mandati alternativi in capo a Eurizon Capital Real Asset SGR) mentre Amundi sale al secondo posto per entrambe le classifiche. Generali guadagna la terza posizione per AUM; seguono rispettivamente al quarto e quinto posto BNP Paribas, che dal 1° luglio 2025 ha acquisito AXA IM, e Unipol. Dal punto di vista della quota, questi primi 5 gestori rappresentano oltre la metà del mercato dei Fondi Negoziali. La classifica per **numero di mandati**, conferma Eurizon e Amundi al primo e secondo posto (rispettivamente 42 e 29) e Unipol in terza posizione con 23 mandati, seguito da Anima con 21 e Generali con 18.

Come si può notare dalla **tabella 5.6**, gli **importi medi dei mandati** variano significativamente con punte di oltre 500 milioni di euro per Blackrock, 415 per Allianz e 394 per BNP Paribas. L'importo medio per mandato si attesta attorno ai 250 milioni.

⁵ A partire dal 2020, è diventato operativo il mandato affidato a Neuberger Berman da cinque fondi pensione tramite il **Progetto Iride**, un'iniziativa congiunta promossa da **Foncer, Fondenergia, Fondo Gomma Plastica, Pegaso e Previmoda**, finalizzata a investire nell'economia reale e, in particolare, nel settore del *private equity* per un *commitment* complessivo di **216 milioni di euro**, focalizzato sull'Europa con una quota significativa in FIA che investono in imprese operanti in Italia.

⁶ A giugno 2021 i fondi **Gomma Plastica, Fopen, Pegaso e Previmoda** hanno reso operativo il **Progetto Zefiro**, nato con la finalità di investire congiuntamente circa **215 milioni di euro** nel settore del *private debt*, tramite l'assegnazione del mandato di gestione a StepStone Group Europe AIL. La strategia principale prescelta è quella del *corporate direct, lending senior secured* o *unitranche* e l'investimento è focalizzato prevalentemente sull'Europa, con una specifica attenzione al mercato domestico, ma potrà prevedere anche una diversificazione verso il mercato nordamericano.

⁷ Dal 6 marzo 2023 è operativo il mandato assegnato a Eurizon Capital Real Asset Sgr nell'ambito del **Progetto Vesta**, promosso da **Foncer, Fondo Gomma Plastica, Fopen, Pegaso e Previmoda**. L'ammontare del *commitment* complessivo è pari a **168 milioni di euro** e l'investimento, focalizzato sull'Unione Europea con una quota significativa sull'Italia, sarà incentrato prevalentemente in strategie *core* e *core plus* prevedendo diversificazione settoriale tra infrastrutture di tipo economico e sociale. La politica di investimento è orientata alla promozione di caratteristiche ambientali e/o sociali in linea con l'art. 8 del Regolamento UE 2019/2088 (cd. "SFDR").

Tabella 5.6 - I primi 10 gestori dei Fondi Pensione Negoziati per quota di mercato, anno 2025

Gestore	Mandati	AUM (in mln di euro)	Mandato medio	Quota di mercato
Eurizon Capital	42	12.310	293	16%
Amundi	29	8.765	302	11%
Generali	18	6.674	371	9%
BNP Paribas AM	16	6.296	394	8%
Unipol Assicurazioni	23	6.009	261	8%
BlackRock	11	5.782	526	7%
Anima Sgr	21	5.046	240	6%
Allianz GI	10	4.148	415	5%
UBS	13	3.197	246	4%
Groupama AM	13	2.752	212	4%

Le **figure 5.8 e 5.9** rappresentano la classifica dei primi 10 gestori rispettivamente per numero di mandati e per risorse gestite (AUM).

Figura 5.8 - I primi 10 gestori dei Fondi Negoziati per numero di mandati conferiti, anno 2025

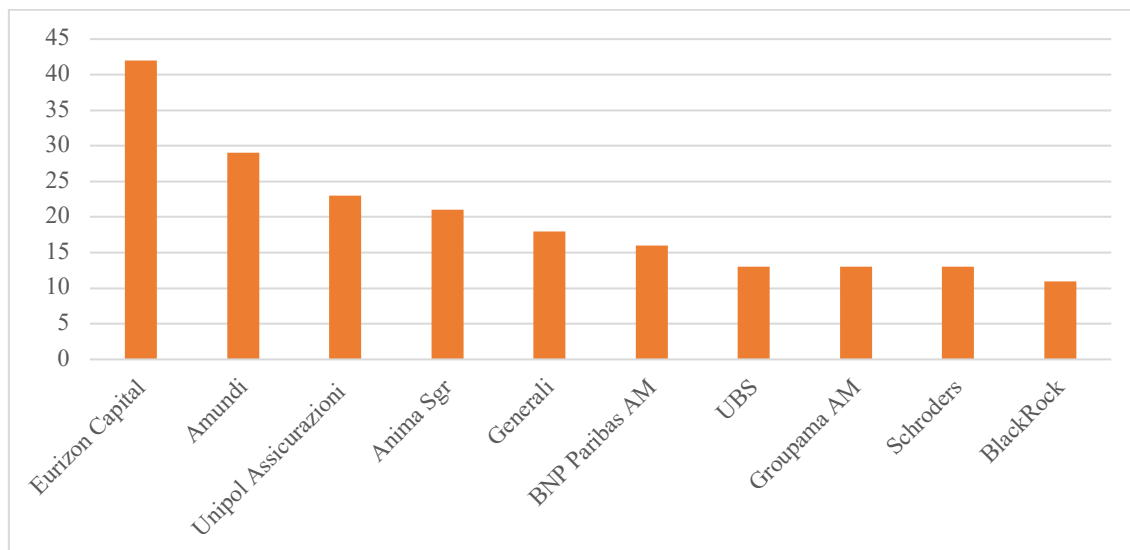
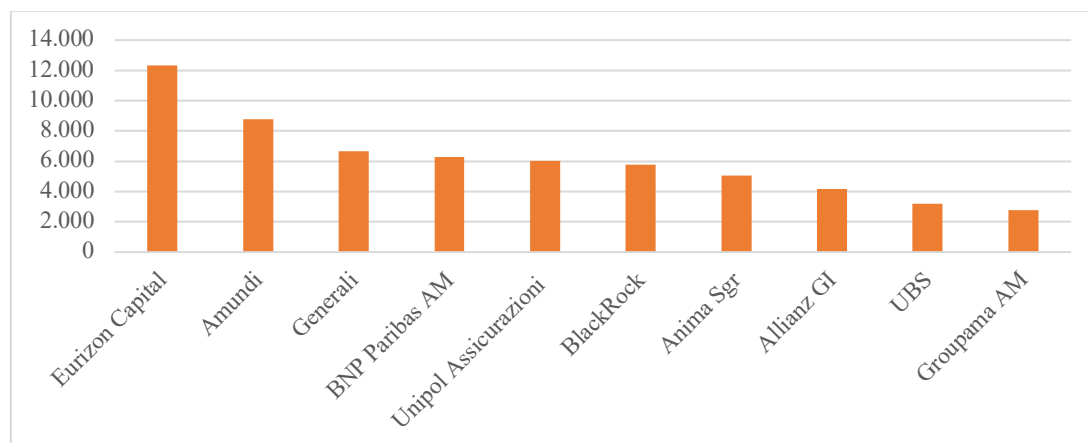


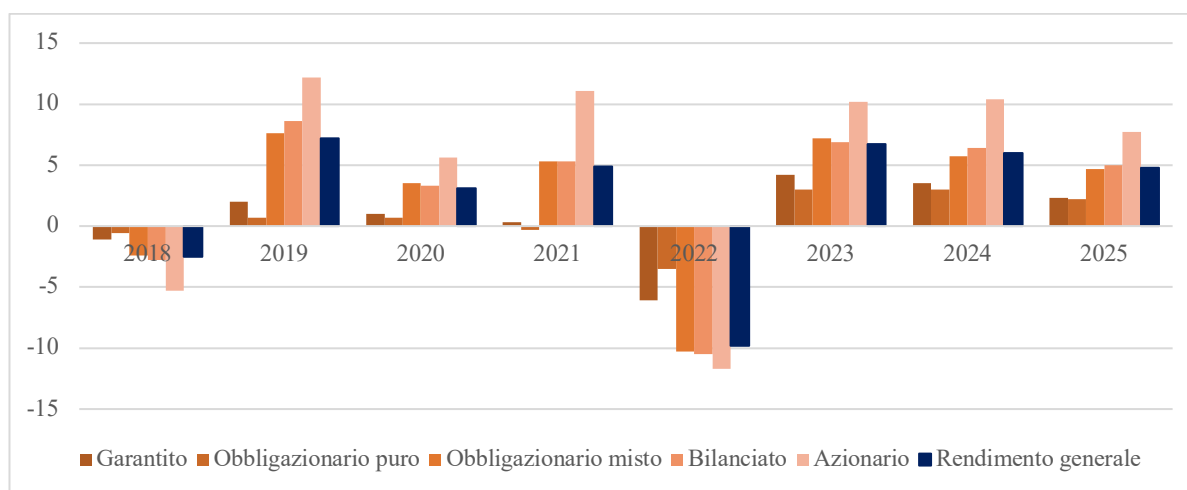
Figura 5.9 - I primi 10 gestori dei Fondi Negoziati per risorse gestite, valori in milioni di euro, anno 2025



Gli oneri di gestione finanziaria - Gli oneri relativi alla gestione finanziaria sono risultati pari a circa 148 milioni di euro, di cui 136 milioni relativi alle commissioni di gestione e 12 alle commissioni per banca depositaria, in aumento rispetto ai 143 del 2024, ai 120 del 2023 e ai 102 milioni del 2022. Tale incremento è principalmente riconducibile all'aumento delle commissioni di gestione e *overperformance*. Stando ai dati COVIP, le commissioni di gestione relative ai mandati, al netto di quelli in investimenti alternativi, per il 2025 si attestano allo 0,14% del patrimonio complessivamente gestito, in lieve riduzione rispetto allo 0,15% del 2024 e allo 0,16% del 2023; i mandati più onerosi si confermano essere quelli garantiti, con commissioni di gestione che si attestano in media allo 0,41% (0,52% del 2024), confermando la tendenza alla riduzione degli ultimi anni una volta superata la fase prolungata di tassi di interesse prossimi allo zero o addirittura negativi che rese più costose tali gestioni; per le altre tipologie l'onerosità media è tra lo 0,07% e lo 0,11%.

Le performance - Il rendimento medio ottenuto dai Fondi Pensione Negoziati nel 2024 (*figura 5.10*) è stato pari al **4,8%** contro il 6% dell'anno precedente. Tutti i comparti hanno registrato risultati positivi: in media, i comparti azionari e bilanciati hanno avuto *performance* più alte, rispettivamente 7,7% e 5%, seguiti dagli obbligazionari misti (4,7%) e dagli obbligazionari puri (2,2%); i comparti garantiti, invece, registrano un +2,3%.

Figura 5.10 - I rendimenti netti medi annui dei Fondi Pensione Negoziati per tipologia di comparto, valori %



Fonte: elaborazioni su dati COVIP

Ampliando il periodo temporale di osservazione (*tabella 5.7*), si nota come a 10 anni il rendimento netto medio annuo composto dei Fondi Negoziati pari al 2,4% supera i parametri obiettivo dell'inflazione e della media quinquennale del PIL e pareggia la rivalutazione del TFR. I rendimenti medi annui composti a 5 anni restano ancora sotto i parametri obiettivo, che ancora risentono del risultato fortemente negativo del 2022. Tendenza che si conferma analizzando i rendimenti cumulati a 10 anni: 27,4%, leggermente al di sotto di quello del TFR, contro il 22,4% dell'inflazione e al 21,1% della media quinquennale del PIL.

Tabella 5.7 – I rendimenti medi annui composti e cumulati dei Fondi Pensione Negoziali, valori %

	Rendimento medio annuo composto				Rendimento cumulato		
	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	3 anni	5 anni	10 anni
Fondi negoziali	4,8	5,8	2,3	2,4	18,5	12,2	27,4
Rivalutazione TFR	1,9	1,8	3,4	2,4	5,5	18,4	27,9
Inflazione	1,5	2,7	3,6	2,0	8,4	19,4	22,4
Media quinquennale PIL	4,3	3,6	2,5	1,9	11,2	13,2	21,1

Fonte: elaborazioni su dati COVIP

Banca depositaria – Quanto ai soggetti che svolgono la funzione di banca depositaria, di cui tutti i Fondi Pensione sono obbligati a dotarsi per legge, non si segnalano variazioni rispetto all’anno precedente, con il mercato concentrato su quattro operatori: i primi due, BFF Bank (18 fondi gestiti e una quota pari al 38% del mercato) e BNP Paribas Securities Services (10 fondi e una quota del 50%), coprono complessivamente una quota di mercato pari all’88% in termini di ANDP; seguono State Street Bank con il 7% e Société Generale Securities Services con il 5%.

Service amministrativo – La normativa di settore prevede che i fondi possano avvalersi di un **gestore amministrativo (service)**, soluzione adottata da tutti i fondi. Tra i service amministrativi, **Previnet** copre il 79% del mercato in termini di iscritti, con 23 fondi gestiti, seguito a distanza da Accenture (5 fondi gestiti) con il 14% e OneWelf.

Advisor – Gli *advisor* finanziari che detengono le maggiori quote di mercato sono Prometeia Advisor SIM con una quota di mercato pari al 40% dell’ANDP complessivo e MangustaRisk con il 13%, seguiti da LCG Advisory SCF con il 5% e Bruni, Marino & Co con il 3%; per gli aspetti ESG, si segnala la presenza di Nummus e ECPI.

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

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

Prosegue, anche nel 2025, la fisiologica riduzione del numero di fondi preesistenti per effetto degli accorpamenti di questi ultimi anni sia nel settore del credito sia in quello assicurativo. La forte riduzione delle banche locali incorporate dalle due principali banche del Paese, sta creando enormi problemi alle micro e piccole aziende artigianali, commerciali e agricole che rappresentano circa il 90% delle imprese italiane che avendo necessità di utilizzare il TFR come circolante interno in mancanza del credito bancario, limitano l'accesso ai fondi pensioni ai loro dipendenti. Anche la Direttiva IORP II¹ sulla struttura organizzativa delle forme pensionistiche ha contribuito negli scorsi anni all'accorpamento di fondi di ridotte dimensioni in termini di iscritti e patrimonio, in altri più grandi. In tale contesto, sia gli iscritti ai fondi preesistenti (+0,9%) sia i contributi (+4,4%) hanno continuato a crescere con una gestione finanziaria che ha prodotto un risultato positivo (+3,8%), seppur inferiore a quello dei Fondi Negoziati e Aperti (mediamente +4,8%, +5,7%), derivante dagli investimenti che per oltre il 52% sono in liquidità, titoli di Stato, obbligazioni e polizze di ramo primo.

Il numero di Fondi Preesistenti attivi - Nel 2025 i Fondi Preesistenti hanno registrato una riduzione di 20 unità (10 fra il 2024/2023, 30 fra il 2023/2022, 13 fra il 2022/2021, 22 fra il 2021/2020, 9 fra il 2020/2019, 16 fra il 2019/18, 8 tra il 2018/17 e 35 nel 2017/16) attestandosi così a **131**, di cui **96 autonomi** dotati di soggettività giuridica e **35 interni**, costituiti rispettivamente all'interno del patrimonio di banche (21 fondi), imprese di assicurazione (5) e società non finanziarie (9). Nell'ultimo decennio si evidenzia una riduzione pari a circa il 60% del numero delle forme preesistenti operanti nel settore, dai 304 del 2015 ai 131 del 2025. Nonostante dal 1999 a oggi i Fondi Preesistenti si siano ridotti di 487 unità (erano 618), il numero resta ancora elevato ma nei prossimi anni si dovrebbe ulteriormente ridurre perché 18 fondi hanno meno di 100 iscritti, altri 24 hanno fra 100 e 1000 e ulteriori 28 tra 1.000 e 5.000; solo 26 fondi hanno più di 5mila iscritti.

Gli iscritti - A fine 2025 le posizioni in essere sono **694.452**, in aumento di 5.328 unità rispetto al 2024, per effetto delle 30.000 nuove iscrizioni (di cui 5.054 per trasferimento da altri fondi), che hanno compensato le 9.344 prestazioni di riscatto e i 2.879 trasferimenti ad altri fondi. Queste posizioni sono relative a circa 660.000 iscritti (660.620 nel 2024), che si riferiscono al numero di individui (teste) con una o più posizioni in essere. Rimane sempre **molto inferiore** a quella di sistema la percentuale degli **iscritti non versanti**, pari al 18,7% contro il 27,7% complessivo. I soggetti che non versano sono spesso i cosiddetti **differiti**, ovvero iscritti confluiti nei “fondi di solidarietà” bancari e quindi in attesa di maturare i requisiti pensionistici previsti dal regime obbligatorio, coloro che conservano tutta o parte della propria posizione presso i comparti garantiti quale forma di investimento e i “familiari a carico”, spesso figli minorenni, i cui versamenti sono saltuari. I fondi interni, a cui sono iscritti praticamente solo pensionati, operano prevalentemente in regime di prestazione definita (32 fondi sui 35 rimasti) e, dopo il completamento delle varie operazioni di razionalizzazione, hanno visto ridursi ulteriormente il numero delle posizioni a 3.129, pari allo 0,45% del totale, mentre quelli autonomi ne contano 691.323 (99,55%).

¹ La direttiva ha in diversi casi portato le forme pensionistiche a decisioni per l'avvio di processi liquidatori o di confluenza in forme pensionistiche di più grandi dimensioni. Ovviamente questi accorpamenti consentono economie di scala con riduzioni dei costi operativi oltre a una migliore qualità della gestione e dei servizi offerti agli aderenti nonché più elevati standard di organizzazione interna, come previsto dal DM Lavoro 108/2020 che recepisce la sopracitata Direttiva.

La **tabella 6.1** evidenzia l’evoluzione storica, dal 1999 al 2025, sia del numero di Fondi Pensione Preesistenti sia del relativo numero delle posizioni in essere e indica come nel periodo, si sia ridotto di oltre il 78% il numero dei fondi mentre quello delle posizioni ha raggiunto il picco massimo grazie ai “differiti”, ai “familiari a carico” e al rilevante numero di posizioni in comparti “a capitale e in parte rendimento garantito” i cui titolari, pur avendo raggiunto l’età pensionabile, non hanno ancora richiesto le prestazioni.

Tabella 6.1 - L’evoluzione dal 1999 al 2025 del numero di Fondi e di posizioni in essere

Anno	Numero Fondi	Posizioni in essere	Anno	Numero Fondi	Posizioni in essere	Anno	Numero Fondi	Posizioni in essere
1999	618	573.256	2008	411	676.994	2017	259	643.341
2000	578	591.555	2009	391	673.039	2018	251	646.873
2001	575	687.482	2010	375	668.625	2019	235	650.566
2002	554	679.603	2011	363	664.731	2020	226	647.574
2003	510	671.474	2012	361	662.162	2021	204	648.370
2004	494	666.841	2013	330	654.537	2022	191	674.804
2005	455	657.117	2014	323	645.371	2023	161	684.552
2006	448	643.986	2015	304	645.612	2024	151	689.124
2007	433	680.746	2016	294	653.971	2025	131	694.452

In merito al numero degli iscritti (+0,77%), va osservato che la crescita è inferiore a quella dei Fondi Negoziali, in costante aumento (+6,35%) per effetto soprattutto delle adesioni contrattuali collettive.

I **primi 20 fondi** per numero di iscritti sono riportati nella **figura 6.1** e nella **tabella 6.2** per tasso di crescita 2023-2024.

Figura 6.1 - I primi 20 Fondi Preesistenti per numero di iscritti, 2025

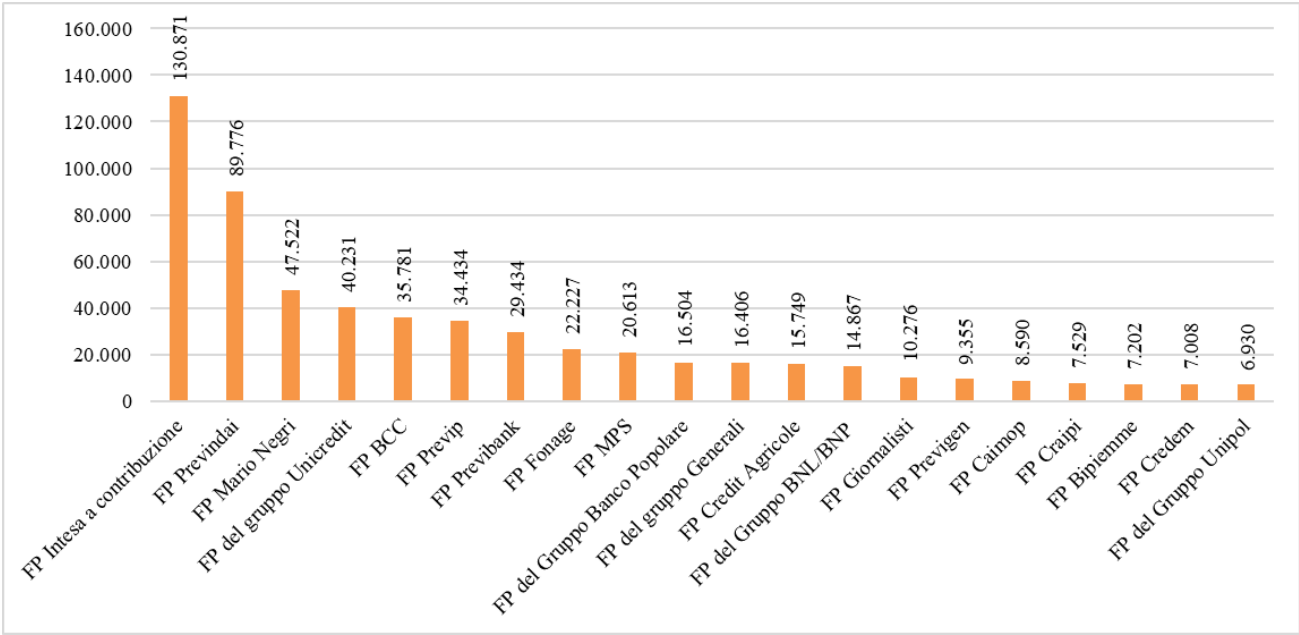


Tabella 6.2 - I primi 20 Fondi Preesistenti per tasso di crescita degli iscritti

N	Nome Fondo	Iscritti 2025	Iscritti 2024	Var. %	N	Nome Fondo	Iscritti 2025	Iscritti 2024	Var. %
1	Fondo pensione del gruppo Generali	16.406	15.138	8,38%	11	Fondo Pensione CISL	4.425	4.383	0,96%
2	Fondo pensione BCC	35.781	34.260	4,44%	12	Fondo pensioni del Gruppo BNL/BNP	14.867	14.747	0,81%
3	Fondo pensione del Gruppo Unipol	6.930	6.672	3,87%	13	Fondo pensione a contribuzione definita del Gruppo Intesa Sanpaolo	130.871	129.820	0,81%
4	Fondo pensione Mario Negri	47.522	45.797	3,77%	14	Fondo pensione Previbank	29.434	29.313	0,41%
5	Fondo Pensione FNM	6.795	6.595	3,03%	15	Fondo pensione Credit Agricole	15.749	15.687	0,40%
6	Fondo pensione Fondenel	2.048	1.992	2,81%	16	Fondo Pensione Giornalisti	10.276	10.296	-0,19%
7	Fondo pensione Credem	7.008	6.850	2,31%	17	Fondo pensione Fonsea	4.818	4.831	-0,27%
8	Fondo pensione Fonage	22.227	21.858	1,69%	18	Fondo pensione Previndai	89.776	90.169	-0,44%
9	Fondo pensione Previp	34.434	34.009	1,25%	19	Fondo pensione Bipiemme	7.202	7.234	-0,44%
10	Fondo pensione Telecom	1.167	1.154	1,13%	20	Fondo pensione Craipi	7.529	7.579	-0,66%
						Totale	495.265	488.384	1,39%

Il contributo medio pro capite per gli iscritti ai Fondi Preesistenti nel 2025 è di **8.840 euro**, importo decisamente più alto di quello relativo alle altre forme pensionistiche; per gli iscritti ai Fondi Negoziali la media è di **2.390 euro** che, escludendo le modeste contribuzioni contrattuali confluite in Prevedi (FP degli edili) e in alcuni altri fondi arrivano a **3.560 euro**. Tenuto conto che le risorse dei fondi interni fanno parte del patrimonio degli Enti promotori, quindi senza una propria gestione autonoma, e considerata l'estrema marginalità in termini di ANDP (1,22%), **nel presente Report vengono considerati i soli fondi autonomi**.

Il patrimonio – Le risorse destinate alle prestazioni dei Fondi Preesistenti nel 2025 sono cresciute di circa 2,219 miliardi rispetto al 2024 **attestandosi a 71,9 miliardi di euro (tabella 6.3)**.

Tabella 6.3 - L'evoluzione dal 1999 al 2024 dell'ANDP dei Fondi Preesistenti

Anno	Patrimonio valori in milioni	Anno	Patrimonio valori in milioni	Anno	Patrimonio valori in milioni
1999	19.859	2008	35.906	2017	58.996
2000	21.269	2009	39.813	2018	59.790
2001	29.578	2010	42.007	2019	63.831
2002	29.531	2011	43.818	2020	66.022
2003	30.057	2012	47.972	2021	67.627
2004	30.617	2013	50.398	2022	64.327
2005	33.400	2014	54.033	2023	67.134
2006	34.246	2015	55.299	2024	69.667
2007	36.054	2016	57.538	2025	71.886

Nel periodo 1999 - 2025 il patrimonio complessivo dei Fondi Pensione Preesistenti (ANDP) ha avuto una crescita annuale media del **5,31%** e nell'ultimo anno è cresciuto del **3,19%**. Dei 71,886 miliardi complessivamente gestiti dai Fondi Preesistenti (ANDP totale) quelli relativi ai **fondi interni** sono solamente 800 milioni di euro (in calo rispetto agli 854 del 2024, 904 milioni del 2023; 1,054 miliardi del 2022; 1,339 del 2021; 1,445 del 2020 e 1,581 del 2019, confermando così il trend degli anni precedenti) mentre i restanti 71,086 miliardi di euro (**valore più alto di sempre**) si riferiscono ai **fondi**

autonomi, pari al 98,89% dell'ANDP totale. Dei 71,08 miliardi dei fondi autonomi, 61,697 miliardi (86,8%) rappresentano il patrimonio dei primi 26 fondi preesistenti con oltre 5.000 iscritti (si veda la figura 6.1) mentre 8,28 miliardi (11,6%) sono il patrimonio dei primi 10 dei 28 fondi che hanno tra mille e cinquemila iscritti.

La **figura 6.2** evidenzia i primi 20 Fondi Preesistenti per patrimonio che totalizzano 58,2 miliardi, pari al **83,65%** dei 69,6 miliardi totali dei FPP (interni più autonomi). La **tabella 6.4** classifica i fondi per tassi di crescita del patrimonio.

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

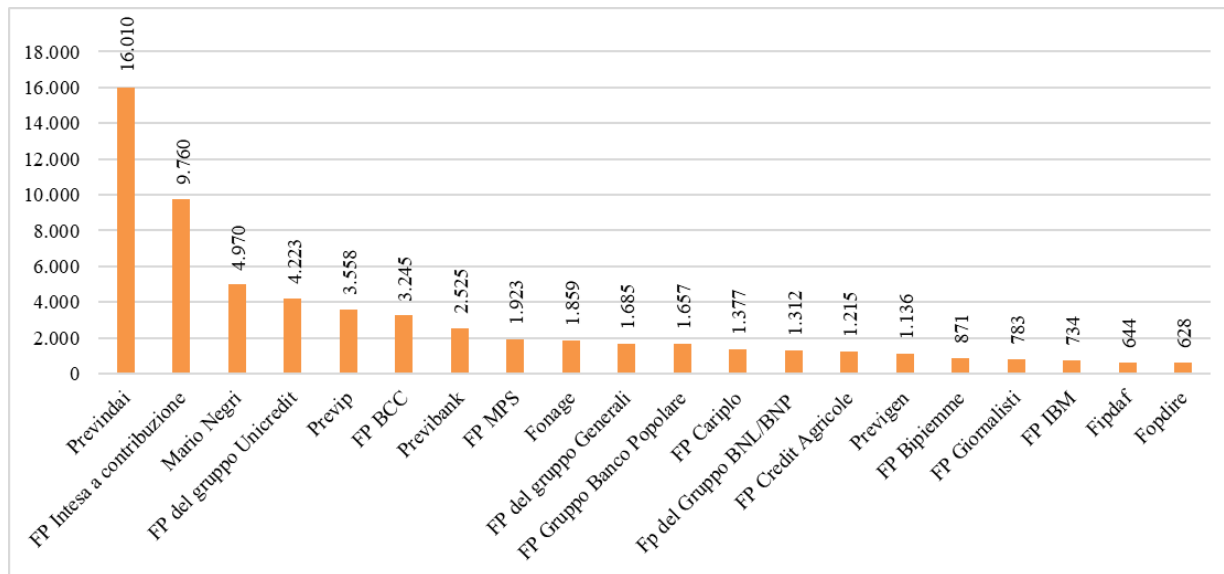


Tabella 6.4 - I primi 20 Fondi Preesistenti per tasso di crescita del patrimonio

N	Nome Fondo	ANDP 2025	ANDP 2024	Var. %	N	Nome Fondo	ANDP 2025	ANDP 2024	Var. %
1	FP del gruppo Generali	1.685.409.414	1.432.091.674	17,69%	11	FP CISL	164.219.349	156.594.355	4,87%
2	FP Mario Negri	4.970.146.930	4.493.315.116	10,61%	12	Fondo pensioni del Gruppo Banco Popolare	1.656.770.431	1.580.771.664	4,81%
3	FP Fondenel	572.752.728	528.314.456	8,41%	13	FP Previp	3.557.832.845	3.407.638.847	4,41%
4	FP Fonage	1.859.290.183	1.731.630.567	7,37%	14	FP Fopdire	627.846.860	601.559.858	4,37%
5	FP Credem	595.454.742	558.454.794	6,63%	15	FP Bipiemme	870.751.485	834.421.550	4,35%
6	FP FNM	283.100.094	266.061.032	6,40%	16	FP Craipi	365.382.806	350.336.195	4,29%
7	FP MPS	1.923.322.078	1.825.491.952	5,36%	17	FP a contribuzione definita del Gruppo Intesa Sanpaolo	9.759.685.567	9.440.169.344	3,38%
8	FP BCC	3.245.023.663	3.081.107.767	5,32%	18	FP del gruppo Unicredit	4.223.336.980	4.085.971.938	3,36%
9	FP Credit Agricole	1.214.865.976	1.158.185.233	4,89%	19	FP del Gruppo Unipol	520.307.568	503.751.770	3,29%
10	FP Previndai	16.009.933.032	15.263.154.353	4,89%	20	FP Deutsche Bank	567.195.519	549.730.879	3,18%
						Totale	54.672.628.250	51.848.753.344	5,45%

Le prestazioni – Per quanto riguarda le prestazioni non pensionistiche, nel 2025 si rileva un’ulteriore riduzione delle anticipazioni che sono state 31.984, a fronte delle 34.987 del 2024, per un valore di 808 milioni (860 milioni nel 2024), di cui il 78% è erogato per “ulteriori esigenze” previste dalla legge nel limite del 30% dell’ammontare disponibile; un ulteriore 20% è rappresentato dalle anticipazioni per “acquisto o ristrutturazione della prima casa”. Si riduce altresì il numero dei riscatti, dai 10.489 del 2024 ai 9.344 del 2025, per un importo complessivo che si attesta nel 2025 a 2,916 miliardi di euro; queste erogazioni sono costituite per il 64% da riscatti per perdita dei requisiti di partecipazione pur se, rispetto alle altre tipologie di riscatto, sulle stesse grava una maggiore imposizione fiscale. Per quanto riguarda le prestazioni pensionistiche, le prestazioni in forma di capitale (al netto delle prestazioni in forma di rendita capitalizzate) passano da 8.403 a 9.169, per un

importo complessivo stabile e pari a circa 735 milioni di euro; si riducono invece sia l'ammontare erogato nell'anno in forma di rendita, passando da 446 milioni di euro a 443 milioni, sia il numero delle rendite in erogazione (da 82.638 a 80.958, circa 1.700 in meno), per effetto principalmente di un'operazione di capitalizzazione delle rendite effettuata da parte di un fondo. Aumenta il ricorso alla Rendita Integrativa Temporanea Anticipata (cosiddetta RITA) con 38.000 richieste (34.000 nel 2024) che nel 71% dei casi hanno comportato l'estinzione della posizione con richiesta dell'intero montante accumulato. L'ammontare complessivo erogato è stato pari a 2,3 miliardi di euro (2 nel 2024 e 1,7 nel 2023). Il trend di crescita di tali richieste conferma la preferenza degli iscritti per le prestazioni in forma capitale, pur se rateizzata con scadenza al compimento dei 67 anni, ma fruendo di una tassazione fortemente agevolata che consente di escludere la possibile quota in rendita, norma che è in antitesi totale con lo scopo primario, la rendita, dei fondi pensione.

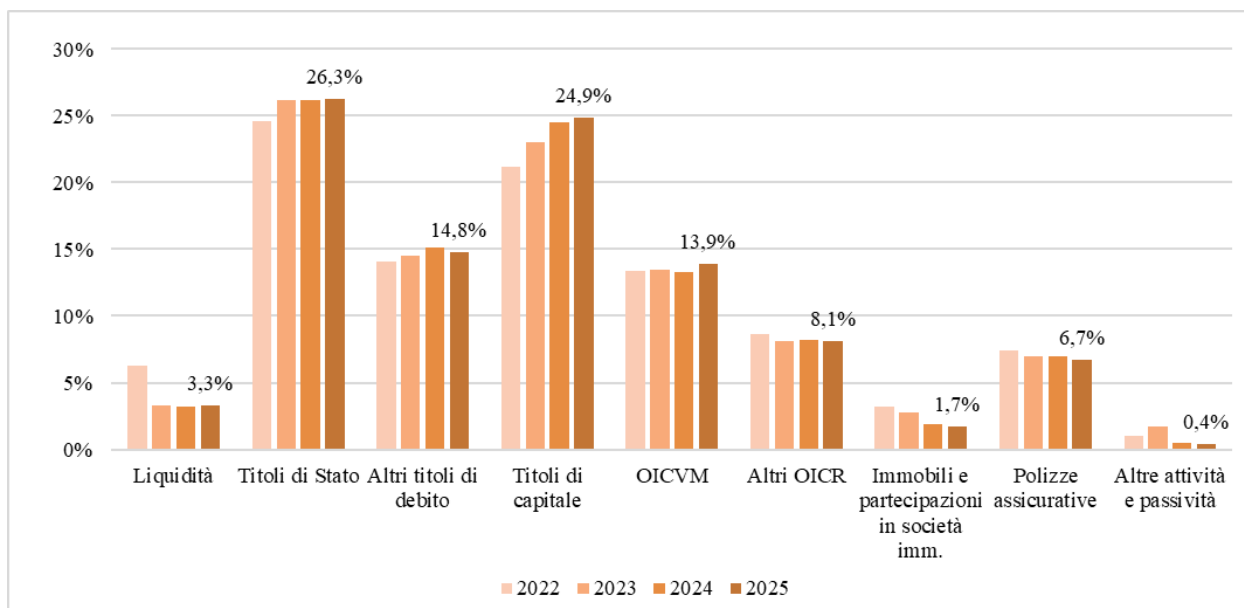
Rendimenti - Nel 2025 il rendimento annuo è stato del **3,8%**, in riduzione rispetto al 4,3% registrato nel 2024 (**tabella 6.5**). Negli ultimi 10 anni il rendimento medio annuo composto dei patrimoni è stato del **3,24%**, a fronte di un tasso di rivalutazione medio annuo del TFR pari al 2,66%

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

Anno	Rendimento FPP	Rivalutazione TFR
2014	5,00%	1,30%
2015	2,00%	1,20%
2016	3,30%	1,50%
2017	3,20%	1,70%
2018	-0,20%	1,90%
2019	5,60%	1,50%
2020	2,60%	1,85%
2021	4,10%	3,60%
2022	-4,40%	8,30%
2023	4,40%	1,60%
2024	4,30%	1,90%
2025	3,80%	1,90%

Le modalità di gestione e i gestori – Sulla base dei dati COVIP riferiti a tutti i fondi preesistenti autonomi, le risorse complessivamente gestite pari a 71,086 miliardi, sono costituite per il **39,86%** (41,73% nel 2024) da **riserve matematiche presso assicurazioni** per 28,335 miliardi, il restante in attivi detenuti dai fondi; di questi 42,751 miliardi, il **69,8%** è affidato in **gestione finanziaria** a gestori professionali, mentre il rimanente **30,2%** (26,8% nel 2023) è **gestito direttamente**. Rispetto al 2024 si nota una lieve riduzione della percentuale delle riserve presso le compagnie assicuratrici e una crescita di patrimonio sia in gestione finanziaria che diretta. Peraltro, nell'ambito della sola gestione diretta (12,91 miliardi), 9,37 miliardi sono investiti in OICR e OICVM che possiamo considerare come una gestione "semidiretta". La composizione **del totale investimenti (figura 6.3)**, escluse le riserve matematiche presso le Compagnie di Assicurazione, è per il 41,1% in titoli di debito (di cui il 26,3% in titoli di Stato), il 24,9% in titoli di capitale, il 22% in OICR/OICVM (di cui il 4,6% in Fondi Immobiliari), l'1,7% in immobili e partecipazioni in società immobiliari, il 6,7% in polizze assicurative di tipo finanziario e il 3,3% in liquidità. Nel 2024 si rileva una sostanziale stabilità con una lieve crescita solo per i titoli di capitale (+1,5%).

Figura 6.3 - Composizione degli investimenti dei Fondi Preesistenti, val. %, anni 2022, 2023, 2024 e 2025



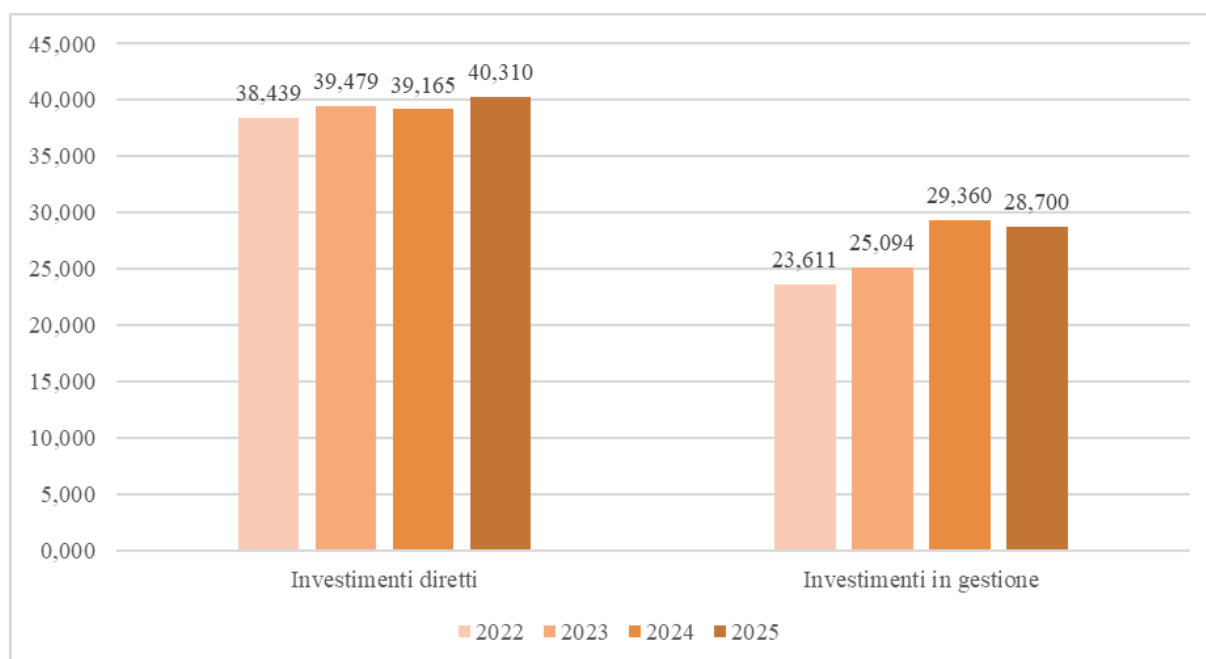
Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati COVIP

Il campione analizzato nel Report

L'analisi che segue riguarda i **maggiori 37 fondi preesistenti autonomi** operativi che per patrimonio rappresentano **il 93%** del totale dei fondi preesistenti, pari a **67,184 miliardi**, e **il 96,16% degli iscritti** (640.418). Nel 2024 il patrimonio analizzato era di 65,253 miliardi (62,42 nel 2023) e la maggior parte dei fondi del campione ha registrato un aumento del patrimonio che rispetto allo scorso anno è aumentato del 5,75% mentre il patrimonio complessivo dei fondi preesistenti è passato da 69,6 miliardi a 71,086 (+2,13%).

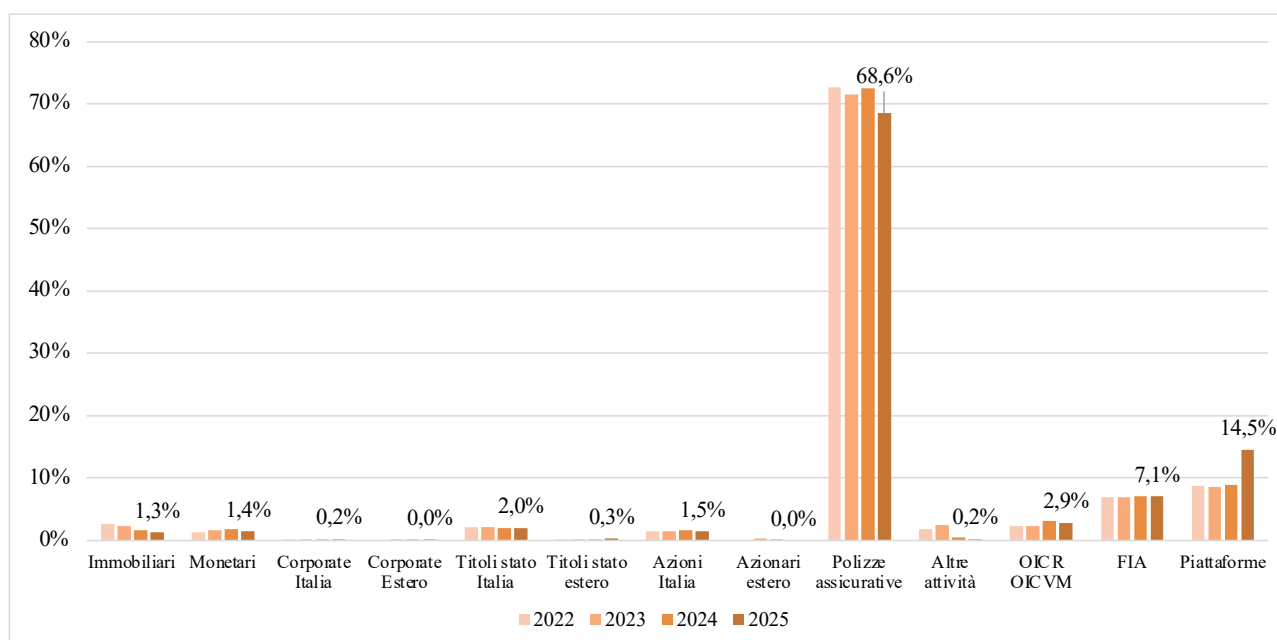
Le **figure 6.4 e 6.5** evidenziano che la parte **gestita in via diretta** ammonta a **40,31 miliardi di euro**, di cui **27,658 miliardi** in polizze assicurative principalmente di ramo I o ramo V (gestioni separate) pari al **58,41%** del totale destinato alle prestazioni, mentre gli investimenti indiretti sono **28,7 miliardi** (41,588) affidati a gestori professionali tramite mandati finanziari con stabili tipologie di investimenti.

Figura 6.4 - La gestione degli investimenti dei Fondi Pensione Preesistenti del nostro campione, dal 2022 al 2025, valori in miliardi



A partire dal X Report, viene data evidenza separata degli investimenti attuati dai Fondi Preesistenti attraverso la costituzione di SICAV e SIF di diritto lussemburghese dedicate, per un importo complessivo pari a circa **5,8 miliardi**, relativi al Fondo BNL, al Fondo Unicredit e dal 2025 anche al Fondo BCC, precedentemente ricompresi tra gli OICR (figura 6.5).

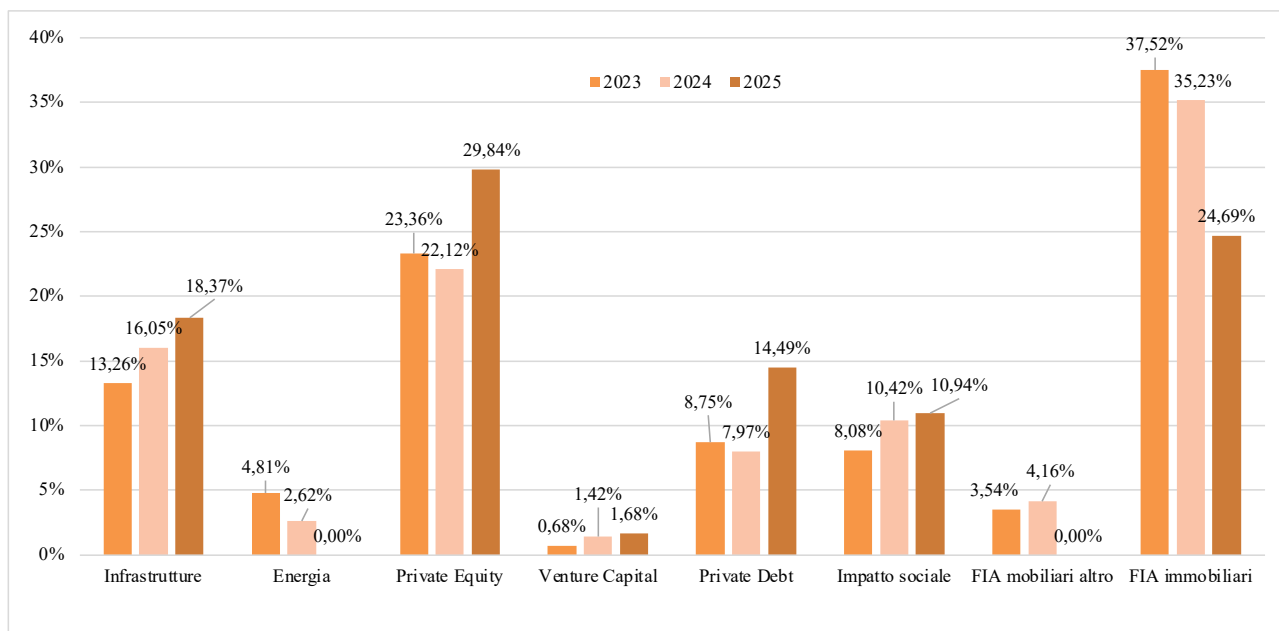
Figura 6.5 - Gli investimenti diretti dei Fondi Pensione Preesistenti del campione, dal 2022 al 2025



Gli investimenti in fondi alternativi (FIA) (figura 6.6) sono stati pari a **2,86 miliardi** (4,14% del totale del campione); tra le tipologie, gli investimenti maggiori sono in **fondi immobiliari** che, tuttavia, confermano la costante riduzione nel tempo, passando al 24,69% (progressivamente dal 56,3% del 2020, al 52,10%, al 40,94%, al 37,52% e al 35,23% dello scorso anno); la *private equity* diventa, per

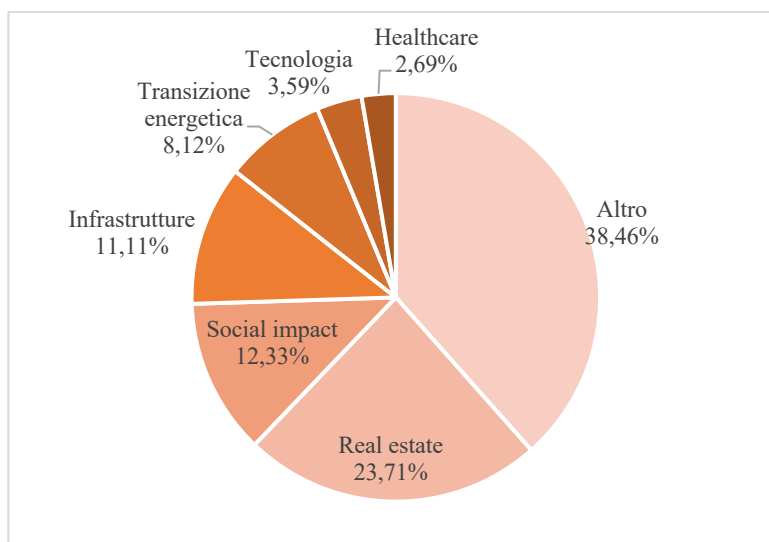
la prima volta, l'investimento maggiore passando dal 22,12% al 29,84%, seguito dalle infrastrutture in crescita dal 16,05% al 18,37%, dal *private debt* (14,49%) e dall'*impatto sociale* al 10,94%; anche la quota investita in *venture capital* segna un aumento costante all'1,68%, ancora lontana dagli obiettivi di legge.

Figura 6.6 - Le tipologie di FIA acquistati dai Fondi Pensione Preesistenti del campione negli anni 2023, 2024 e 2025



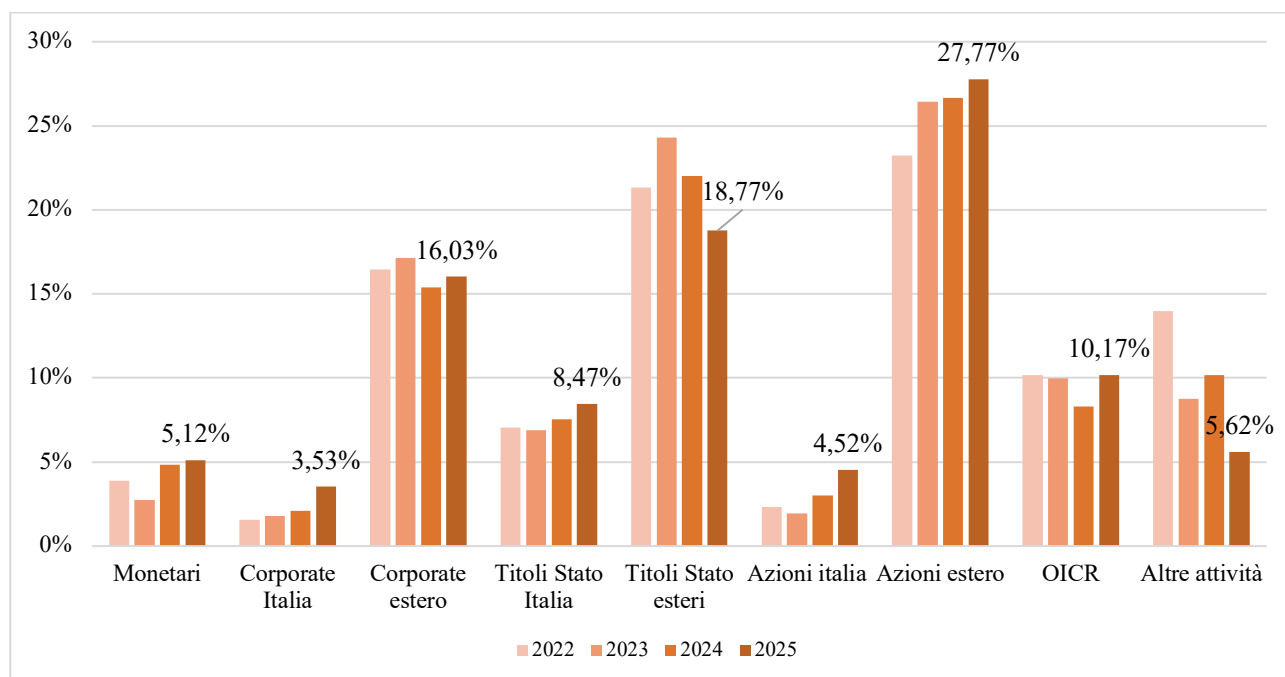
Nella revisione delle tipologie per il 2025 non è stata più inserita la classe energia che tuttavia compare nella **figura 6.7**.

Figura 6.7 – I settori di investimento dei FIA presenti nei portafogli del campione dei Fondi Pensione Preesistenti negli anni 2023, 2024 e 2025



Permangono buone le performance delle risorse affidate ai gestori (investimenti indiretti tramite mandati), mentre i titoli di stato italiano passano dal 6,9% del 2023 e il 7,53% del 2024 all'8,47% e le azioni italiane dal 3% al 5,52% (**figura 6.8**).

Figura 6.8 - Gli investimenti in gestione dei Fondi Pensione Preesistenti del campione dal 2022 al 2025



I gestori

Gestione diretta – Una parte importante del patrimonio dei Fondi Preesistenti in **gestione diretta** è investita in strumenti di risparmio gestito quali OICR/OICVM e FIA.

La **tabella 6.6** mostra la classifica delle prime 5 società che gestiscono OICR/OICVM nelle quali hanno investito **direttamente** i Fondi Pensione Preesistenti, esclusi veicoli dedicati.

Tabella 6.6 - I primi 5 gestori di OICR per investimenti diretti dei Fondi Preesistenti nel 2025

Gestore	AUM
Eurizon Capital	183.944.189
Northern Trust	117.123.865
Nomura	97.318.768
BNY Mellon	70.068.792
Vanguard	66.022.823

Si ricorda, infatti, che il Fondo Pensione del Gruppo Unicredit e quello per il Personale del Gruppo BNL/BNP Paribas hanno costituito veicoli di diritto lussemburghese dedicati, rispettivamente Effepilux SICAV e Effepilux SIF-SICAV FIA e Fondaco Previdenza, caratterizzate da strutture multi-comparto e organizzate in *sub-fund* di cui il Fondo stesso è l'unico investitore. Nel contempo, si sono dotati di un comitato strategico tramite il quale decidono direttamente gli investimenti da effettuare. Nel 2025 anche il Fondo Pensione BCC ha avviato l'operatività della FPNBCC SICAV LUX, SICAV di diritto lussemburghese interamente detenuta dal Fondo. Considerando anche i gestori di questi veicoli, che in totale raccolgono 5,8 miliardi di euro (3,5 miliardi l'anno precedente), la classifica delle società che si occupano degli investimenti liquidi vedrebbe al primo posto Fondaco con oltre 2,6 miliardi di euro in gestione, seguita da State Street (315 milioni), UBS (279 milioni), Eurizon Capital (275 milioni) e Blackrock (271 milioni).

La **tabella 6.7** mostra, invece, la classifica delle prime 5 società che gestiscono FIA (Fondi d'Investimento Alternativi) investiti **direttamente** dai Fondi Pensione Preesistenti.

Tabella 6.7 - I primi 5 gestori di FIA per investimenti diretti dei Fondi Preesistenti nel 2025

Gestore	AUM
BNP Paribas Real Estate	327.586.134
Azimut	252.453.222
Green Arrow Capital	166.482.243
Investire SGR	154.076.321
Quadrivio	149.573.742

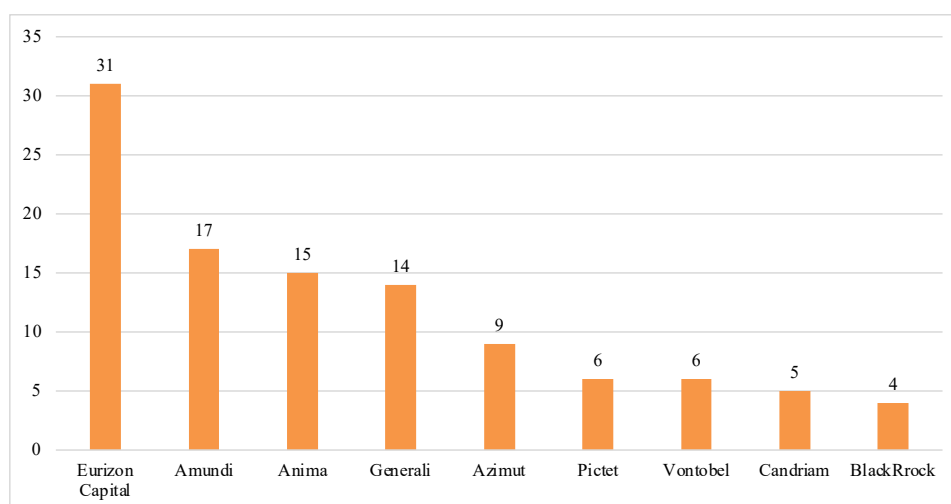
Considerando anche i gestori di veicoli immobiliari dedicati (circa 566 milioni in gestione), la classifica delle società vedrebbe l'ingresso al secondo posto da parte di Generali Real Estate con 304 milioni di euro e al terzo posto Fondaco con 260 milioni.

Gestione indiretta - Per quanto riguarda gli investimenti **conferiti in gestione**, prosegue il trend della ricerca di gestori sempre più specializzati in linea con le nuove disposizioni IORP II entrate pienamente in vigore nel 2020. La **tabella 6.8** e le **figure 6.9 e 6.10** rappresentano la classifica dei primi 10 gestori per numero di mandati e per risorse gestite (AUM). Per quanto riguarda il **numero dei mandati**, rispetto al 2024, la situazione rimane abbastanza stabile nelle prime posizioni dove si confermano in doppia cifra Eurizon, Amundi e Anima.

Tabella 6.8 - I primi 10 gestori dai Fondi Preesistenti nel 2025

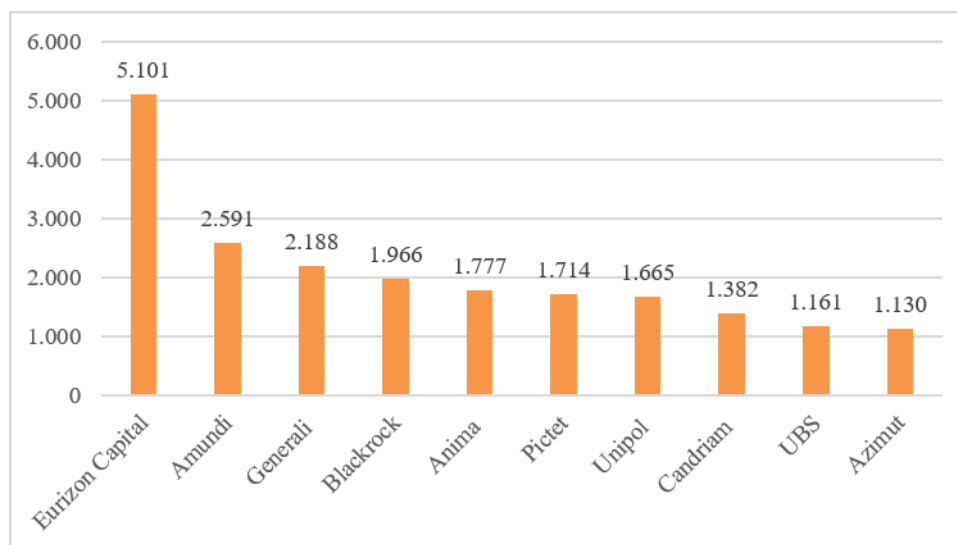
Gestore	Mandati	Risorse	Mandato medio	Quota di mercato
Eurizon Capital	31	5.101	165	17,44%
Amundi	17	2.591	152	8,86%
Generali	14	2.188	156	7,48%
BlackRock	4	1.966	491	6,72%
Anima	15	1.777	118	6,07%
Pictet & Cie	6	1.714	286	5,86%
Unipol	4	1.665	416	5,69%
Candriam	5	1.382	276	4,72%
UBS	3	1.161	387	3,97%
Azimut	9	1.130	126	3,86%

Figura 6.9 - I primi 10 gestori dei Fondi Preesistenti per numero di mandati nel 2025



Passando agli **AUM**, nel corso dell'ultimo anno le prime posizioni vedono al vertice Eurizon, seguita da Amundi, Generali, BlackRock, Anima, Pictet, Unipol, Candriam, UBS e Azimut; queste società arrivano a detenere oltre il 70% delle quote di mercato, di cui le prime quattro il 40%.

Figura 6.10 - I primi 10 gestori dei Fondi Preesistenti per risorse gestite nel 2025, valori in milioni di euro



Per **quote di mercato** in termini di *asset* in gestione, guida la classifica Eurizon con il 17,44%, seguita da **Amundi** con l'8,86% e da Generali con il 7,48%. Il **mandato medio** vale circa **169 milioni** con punte di 491 milioni per BlackRock e 416 per Unipol.

Per quanto riguarda le **Gestioni Assicurative**, generalmente di Ramo I e V, da sempre presenti nei Fondi Preesistenti, spesso dalla loro costituzione, il mercato è praticamente monopolizzato dalle 3 principali compagnie: Generali, Allianz e Unipol; su un totale di 28,335 miliardi gestiti, ben 24,394 (88,18%) sono in capo a queste 3 società anche grazie alla longevità dei rapporti che prevedono per le vecchie polizze ancora le garanzie sia sul capitale che sui rendimenti minimi. La **tabella 6.9** riporta la classifica dei primi 10 gestori assicurativi.

Tabella 6.9 - I primi 10 gestori di polizze assicurative nel 2025

Gestore	AUM	Quota di mercato
Generali Italia	11.773.333.050	42,56%
Allianz	6.417.849.432	23,20%
Unipol Assicurazioni	6.203.235.102	22,42%
Reale Mutua Assicurazioni	907.879.012	3,28%
Uniqa Assicurazioni	520.273.688	1,88%
Fideuram Vita	475.672.209	1,72%
Intesa Sanpaolo Assicurazioni	457.383.109	1,65%
Crédit Agricole Assicurazioni	349.416.218	1,26%
Unicredit Vita Assicurazioni	214.050.084	0,77%
Credem Assicurazioni	171.461.226	0,62%

Quanto fin qui analizzato mostra come anche per il 2025 gli investimenti dei fondi pensione preesistenti, considerando anche le polizze, siano più orientati verso asset a basso rischio anche se con rendimenti contenuti; su 71 miliardi, circa 51,6 sono investiti in polizze, obbligazioni e fondi obbligazionari e 19,5 miliardi in **fondi bilanciati, azionari** e titoli di capitale.

Nel settore della previdenza complementare operano anche le banche depositarie, i service amministrativi e gli advisor.

Banca depositaria - Sulla base del decreto legislativo n. 252/05 che ha posto l'obbligo della banca depositaria facendo da precursore alla successiva regolamentazione europea IORP II, tutti i fondi considerati nel Report utilizzano la banca depositaria con l'esclusione dei FPP che sono a totale gestione assicurativa con titoli presso la depositaria della compagnia oppure in amministrazione controllata o in liquidazione e di conseguenza senza una vera e propria gestione finanziaria. Il numero delle banche depositarie è limitato: i quattro operatori rilevati sono BNP Paribas Securities Services con il 54% dell'attivo netto destinato alle prestazioni, State Street Bank con il 19%, BFF Bank e Société Generale Securities Services con il 13%.

Service amministrativo - I fondi analizzati nel Report che non ricorrono a questo servizio sono molto pochi e riguardano quelli a gestione interamente assicurativa, o in fase di liquidazione o dotati, sin dalla loro costituzione, di adeguate strutture amministrative quali Previndai e Mario Negri. Il numero degli operatori è estremamente ridotto con Previnet che da solo copre il 68% in termini di iscritti, seguito a distanza da Accenture Managed Service con il 10%, Kirey srl (l'ex Parametrica Pension Fund) e OneWelf, rispettivamente con il 7,25% e con il 6,74%. I rimanenti operatori sono spesso società del gruppo aziendale di riferimento del fondo.

Advisor - Aumentano i fondi che si avvalgono di più advisor, per le funzioni di *asset allocation*, consulenza, controllo del rischio, ALM e politiche sostenibili ESG; alcune specializzate anche per singole *asset class* quali Real Estate e investimenti alternativi. Questa richiesta di maggiore specializzazione, ovviamente, fa sì che cresca anche il numero di advisor presenti sul mercato che comunque attualmente è coperto in gran parte dagli operatori "storici": in ordine per numero di fondi assistiti, Prometeia Advisor SIM, Bruni, Marino & C., Mangusta Risk, LCG Advisory e Mercer; per quanto riguarda, nello specifico, la consulenza sugli aspetti ESG, Nummus, ECPI, Etica e Prometeia.

Economia reale domestica - Nel 2025 gli investimenti in **economia reale nazionale** delle risorse destinate alle prestazioni dei fondi preesistenti, escludendo i 28,335 miliardi di riserve matematiche

presso imprese di assicurazioni e i titoli di Stato italiani, secondo la classificazione della Covip, sono ammontati all'8,8% per un controvalore, sui 42,751 miliardi, di 3,75 miliardi, di cui 1,75 miliardi in obbligazioni *corporate*, 2 miliardi in titoli di capitale.

Occorre tuttavia precisare che sulla base della definizione adottata nel presente Report i titoli di Stato, presenti in percentuale rilevante nei patrimoni dei fondi e gli immobili detenuti direttamente ***non sono considerati nella percentuale degli investimenti in economia reale***; se li volessimo includere la percentuale passerebbe al **19,3%** (considerando l'8,8% di titoli di Stato e l'1,7% di partecipazioni immobiliari). È molto probabile che tale percentuale aumenti ancora considerando le gestioni separate assicurative di cui non sono noti i dettagli.

Il modesto investimento in economia reale italiana è spesso legato ai *benchmark* di mercato assegnati ai gestori dove la quota dell'Italia è marginale e alle scelte degli investimenti in *private equity* e *private debt*, che spesso privilegiano gestori più capitalizzati e con *track record* maggiori ma, così facendo, comprimono di fatto la crescita degli operatori italiani. Infine, le agevolazioni fiscali introdotte per incentivare gli investimenti a lungo termine soprattutto nell'economia reale domestica non hanno prodotto apprezzabili effetti sia per la complessità delle procedure e per la limitatezza degli sconti fiscali, sia per l'inclusione delle società UE tra quelle "qualificate".

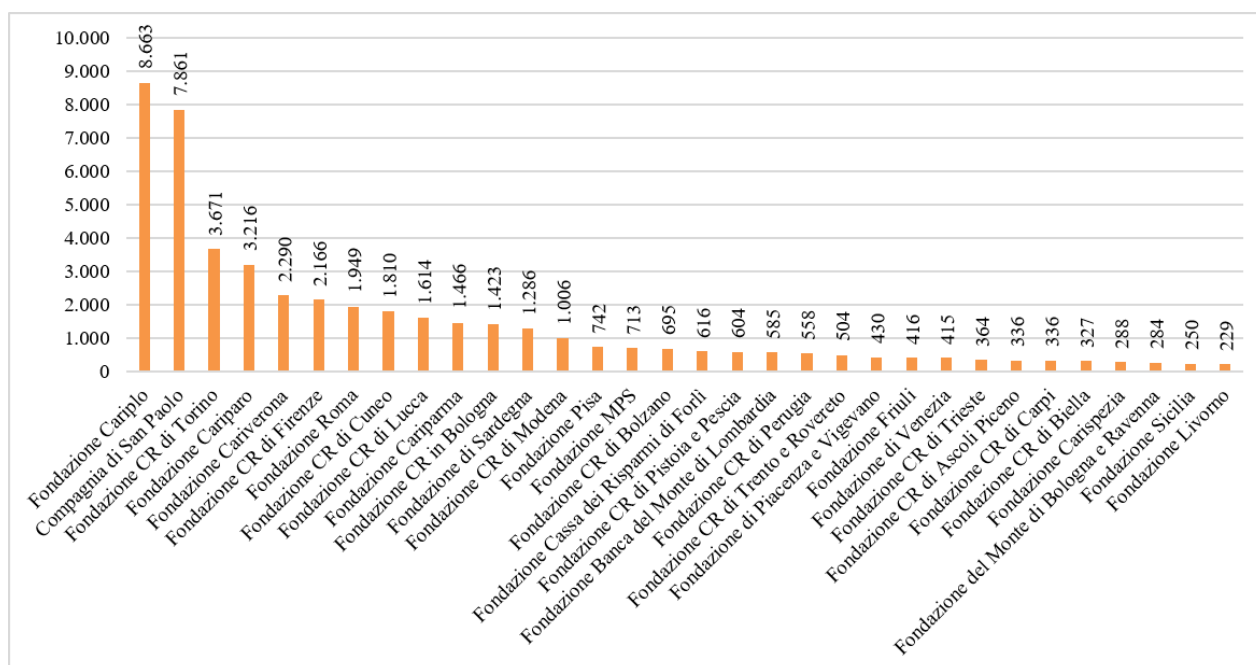
L'elenco completo delle banche depositarie, dei service amministrativi e degli advisor finanziari per ciascun fondo preesistente è disponibile nell'area riservata del sito di Itinerari Previdenziali, così come le classifiche di tutti i gestori per AUM e per numero di mandati.

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

Il bilancio 2025 delle 84 Fondazioni di origine bancaria conferma il percorso di consolidamento iniziato dopo il periodo COVID, nonostante uno scenario economico caratterizzato da turbolenze geopolitiche internazionali. Le Fondazioni di origine Bancaria, persone giuridiche autonome con finalità di utilità sociale e di sviluppo economico dei territori di competenza, hanno chiuso l'esercizio con un patrimonio netto di 43.723 milioni (+2,8 sul 2024), proventi netti per 3.273 milioni (+12,5% sul 2024), un avanzo di esercizio di 2.392,6 milioni (+14% sull'anno precedente) e accantonamenti per gli esercizi futuri di 1.448 milioni (+15% sul 2024). Le erogazioni hanno raggiunto 1,424 miliardi (+30% sul 2024). Il rendimento netto sul patrimonio è stato pari al 7,5%, il più elevato degli ultimi 18 anni, grazie a una attenta gestione e una diversificazione dei portafogli che ha consentito di superare le difficoltà di mercati variabili e difficili.

Questa tredicesima edizione del Report analizza **le prime 32 Fondazioni**, 17 delle quali classificate da Acri come grandi, 14 come medio-grandi e 1 come media che rappresentano **l'88,7% del totale attivo** delle **84 Fondazioni** (pari a **47,1 miliardi** su un totale di 53,1) ripartito come indicato in **figura 7.1**.

Figura 7.1 - Le prime 32 Fondazioni di origine Bancaria per totale attivo (dati in milioni di euro)



Le modalità di gestione e i gestori

L'investimento istituzionale più importante è nella banca **conferitaria** di riferimento, cioè l'istituto bancario di cui erano parte integrante prima della Legge Ciampi del 2000 anche se la percentuale sul totale, a seguito del Protocollo del 2015¹, è in costante riduzione e nel **2025** per le **84 Fondazioni** è

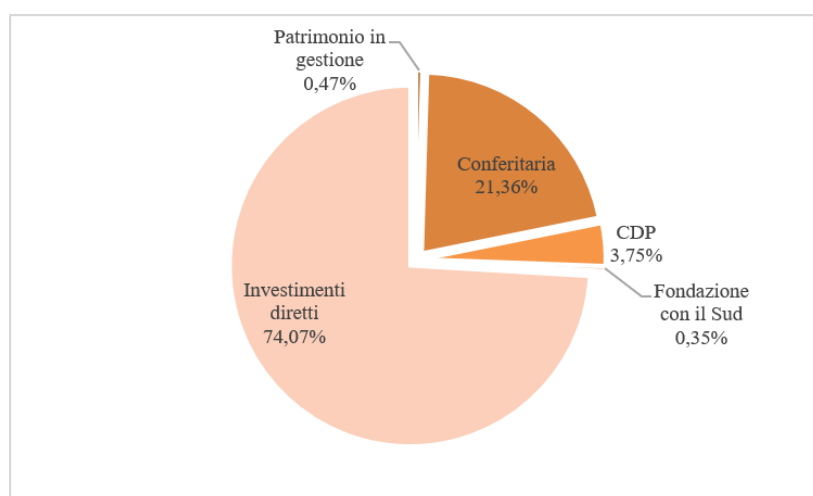
¹ Il Protocollo sottoscritto volontariamente tra le Fondazioni di origine Bancaria e il MEF nell'aprile 2015 prevedeva entro la primavera del 2018 (o del 2020 a seconda che si tratti di banca quotata o non), la riduzione del patrimonio investito nella propria conferitaria in misura non superiore al **33%** del totale delle risorse investite direttamente o indirettamente.

pari al **20,4%** (era il **21,8%** nel **2024**). Per il campione di 32 Fondazioni analizzate nel presente Report il peso della conferitaria è pari al **21,36%** (23,05% nel 2024).

Gli investimenti nella **banca conferitaria** e in **Cassa Depositi e Prestiti** rappresentano il nucleo principale dell'*asset allocation* strategico delle Fondazioni e svolgono un rilevante ruolo sul conto economico attraverso la distribuzione di cospicui dividendi. Tali investimenti rispondono alla duplice *mission* di **sviluppo economico**, attraverso l'investimento nel sistema bancario a supporto di imprese e privati e di CDP, di cui **65** Fondazioni detengono il **17,23%** del capitale, il maggior strumento per lo sviluppo infrastrutturale e l'innovazione del Paese, e di **utilità sociale** attraverso operazioni di sistema come la Fondazione Con il Sud, il Fondo per la povertà educativa (del 2015), il Fondo per la Repubblica Digitale (del 2021) e attraverso il flusso di erogazioni per le comunità di riferimento.

Oltre agli investimenti istituzionali, le Fondazioni investono direttamente una quota del loro attivo in attività finanziarie (titoli di debito, titoli di capitale, fondi d'investimento, ecc.), immobili di proprietà, opere d'arte e altre forme di impiego del patrimonio. La ripartizione per macroaree di investimento è riportata nella **figura 7.2** e vede il **25,46%** del patrimonio investito in impieghi istituzionali (banca conferitaria, Cassa Depositi e Prestiti e Fondazione Con il Sud), lo 0,47% affidato tramite mandato in gestione (in calo rispetto allo 0,51% del **2024**) e il 74,07% in investimenti diretti (72,8% l'anno precedente).

Figura 7.2 - La ripartizione dell'attivo delle 32 Fondazioni esaminate



La **tabella 7.1** evidenzia le Fondazioni con la percentuale di patrimonio investita nella propria banca conferitaria, in CDP e in Fondazione Con il Sud. Il peso della conferitaria sul totale attivo si è ridotto dal 36% del 2014 in seguito a cessioni, all'adeguamento ai valori di mercato del prezzo di carico e alla rinuncia a partecipare agli aumenti di capitale della conferitaria. Nel corso del 2025, i livelli dei prezzi dei titoli del settore bancario, con il superamento dei livelli definiti dall'Accordo Acri-MEF

Il lievitare dei corsi azionari degli ultimi due anni - pur restando invariata la quota di partecipazione nelle banche conferitarie o diminuita - ha modificato il peso della conferitaria a prezzi di mercato rispetto al totale attivo a prezzi di mercato. In questo contesto, è intervenuto l'articolo 1 dell'Addendum al Protocollo sottoscritto nel 2025, prevedendo che nel caso di esposizione verso un singolo soggetto superiore a un terzo del totale dell'attivo dello stato patrimoniale della Fondazione calcolato al *fair value*, le Fondazioni possano ricalcolare l'esposizione attraverso l'applicazione di un coefficiente, determinato in connessione al grado di rischio del soggetto. A fine **2025** delle 84 fondazioni bancarie, 45 detengono partecipazioni nella conferitaria, solo 4 superano il 50% (calcolato al "*fair value*", ricomprese nelle deroghe per le fondazioni di piccole dimensioni o in regioni a statuto speciale).

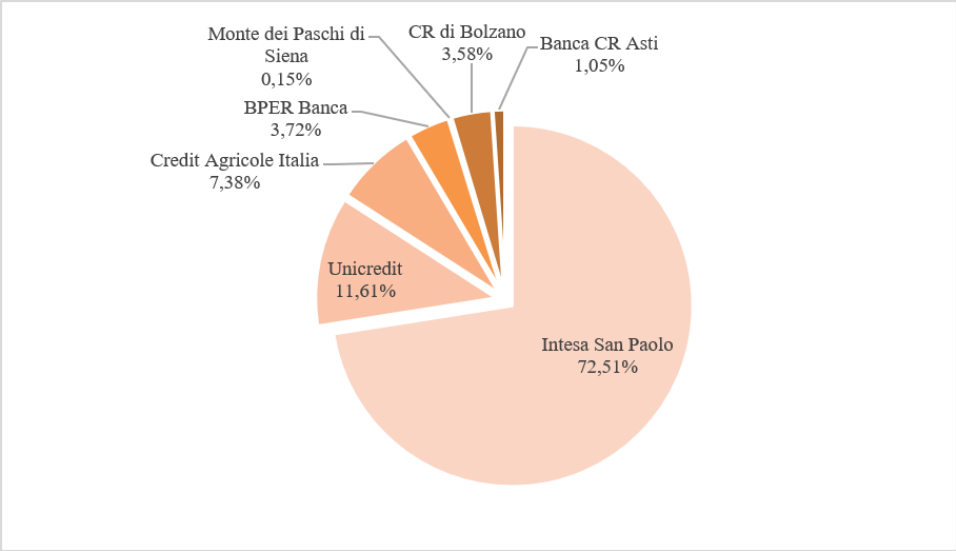
del 2015, hanno consentito la riduzione degli investimenti nelle banche conferitarie alle Fondazioni di origine Bancaria. Gli investimenti in Cassa Depositi e Prestiti, con l’apertura a sottoscrivere nuove azioni da parte di CDP, hanno consentito alle Fondazioni di incrementare la loro partecipazione. Gli investimenti in Fondazione con il Sud sono, invece, rimasti invariati.

Tabella 7.1 - Le tipologie di investimenti istituzionali

Fondazione	Attivo	Conferitaria	Peso Conferitaria sull'attivo	CDP	Peso CDP sull'attivo	Fondazione Con il Sud	Peso Fond. Con il Sud sull'attivo	TOTALE investimenti istituzionali	Peso investimenti istituzionali sull'attivo
Fondazione Cariplo	8.662.578.172	2.127.471.531	24,6%	212.524.813	2,5%	34.406.811	0,4%	2.374.403.155	27,4%
Compagnia di San Paolo	7.861.001.344	2.620.633.663	33,3%	219.137.087	2,8%	29.395.556	0,4%	2.869.166.306	36,5%
Fondazione CR di Torino	3.671.287.201	752.163.447	20,5%	156.564.790	4,3%	0	0,0%	908.728.237	24,8%
Fondazione Cariparo	3.215.638.591	657.003.970	20,4%	79.111.690	2,5%	11.355.290	0,4%	747.470.950	23,2%
Fondazione Cariverona	2.290.006.382	280.255.000	12,2%	0	0,0%	0	0,0%	280.255.000	12,2%
Fondazione CR di Firenze	2.165.878.038	576.400.723	26,6%	79.423.958	3,7%	8.693.993	0,4%	664.518.674	30,7%
Fondazione Roma	1.948.921.343	0	0,0%	0	0,0%	5.523.002	0,3%	5.523.002	0,3%
Fondazione CR di Cuneo	1.809.748.380	372.968.950	20,6%	78.237.178	4,3%	6.424.571	0,4%	457.630.699	25,3%
Fondazione CR di Lucca	1.613.539.945	78.248.234	4,8%	82.052.894	5,1%	4.436.682	0,3%	164.737.810	10,2%
Fondazione Cariparma	1.466.261.978	712.067.021	48,6%	81.569.085	5,6%	0	0,0%	793.636.106	54,1%
Fondazione CR in Bologna	1.422.977.993	241.431.725	17,0%	0	0,0%	6.656.666	0,5%	248.088.391	17,4%
Fondazione di Sardegna	1.285.583.026	374.056.677	29,1%	206.281.820	16,0%	1.840.409	0,1%	582.178.906	45,3%
Fondazione CR di Modena	1.005.867.706	19.141.655	1,9%	45.286.947	4,5%	6.117.757	0,6%	70.546.359	7,0%
Fondazione Pisa	741.919.258	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Fondazione Monte dei Paschi di Siena	712.714.992	14.948.646	2,1%	12.112.573	1,7%	34.694.721	4,9%	61.755.940	8,7%
Fondazione CR di Bolzano	695.032.872	360.722.130	51,9%	14.429.732	2,1%	2.125.190	0,3%	377.277.052	54,3%
Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì	615.807.918	91.527.688	14,9%	58.474.990	9,5%	2.021.650	0,3%	152.024.328	24,7%
Fondazione CR di Pistoia e Pescia	604.072.381	30.270.147	5,0%	37.483.090	6,2%	1.705.156	0,3%	69.458.393	11,5%
Fondazione Banca del Monte di Lombardia	584.871.594	177.118.574	30,3%	55.156.555	9,4%	0	0,0%	232.275.129	39,7%
Fondazione CR di Perugia	557.594.638	0	0,0%	79.325.962	14,2%	1.018.201	0,2%	80.344.163	14,4%
Fondazione CR di Trento e Rovereto	504.050.441	0	0,0%	39.771.821	7,9%	1.112.336	0,2%	40.884.157	8,1%
Fondazione di Piacenza e Vigevano	430.360.481	79.703.042	18,5%	73.015.563	17,0%	1.688.913	0,4%	154.407.518	35,9%
Fondazione Friuli	416.256.607	119.871.165	28,8%	13.809.548	3,3%	406.879	0,1%	134.087.592	32,2%
Fondazione di Venezia	415.117.159	42.637.757	10,3%	53.959.008	13,0%	1.426.659	0,3%	98.023.424	23,6%
Fondazione CR di Trieste	364.256.116	102.829.249	28,2%	34.419.271	9,4%	0	0,0%	137.248.520	37,7%
Fondazione CR di Ascoli Piceno	336.383.686	0	0,0%	0	0,0%	695.824	0,2%	695.824	0,2%
Fondazione CR di Carpi	336.295.958	11.171.107	3,3%	11.022.825	3,3%	0	0,0%	22.193.932	6,6%
Fondazione CR di Biella	327.072.416	106.051.168	32,4%	8.725.313	2,7%	1.178.134	0,4%	115.954.615	35,5%
Fondazione Carispezia	287.983.339	112.657.273	39,1%	13.194.719	4,6%	0	0,0%	125.851.992	43,7%
Fondazione del Monte di Bologna e Ravenna	284.226.341	3.385.802	1,2%	5.251.339	1,8%	2.230.775	0,8%	10.867.916	3,8%
Fondazione Sicilia	249.544.368	0	0,0%	7.244.069	2,9%	449.988	0,2%	7.694.057	3,1%
Fondazione Livorno	228.847.171	0	0,0%	7.000.700	3,1%	561.373	0,2%	7.562.073	3,3%
TOTALE	47.111.697.835	10.064.736.344	21,4%	1.764.587.340	3,7%	166.166.536	0,4%	11.995.490.220	25,5%

Con riguardo particolare agli investimenti nelle banche conferitarie, la *tabella 7.1* e la *figura 7.3* evidenziano la suddivisione per importo investito e per quota delle 26 Fondazioni che hanno mantenuto l’investimento nella banca conferitaria (sul totale delle 32 Fondazioni esaminate). Il peso dell’investimento delle 26 considerate, passa dal **23,05%** del 2024 al 21,36% e rappresenta il **93,01%** del totale investimenti nelle conferitarie delle 84 Fondazioni di origine Bancaria.

Figura 7.3 - Le partecipazioni nelle banche conferitarie delle 32 Fondazioni esaminate



La gestione degli **investimenti diretti**, che rappresentano per il complesso delle Fondazioni di origine Bancaria il **74,07%** del totale dell'attivo e quindi una quota importante, è cambiata nel corso degli anni successivi alla crisi del 2008 anche perché, a differenza degli altri investitori istituzionali, le Fondazioni di origine Bancaria non hanno entrate contributive e possono contare solo sul proprio patrimonio e sui relativi proventi da dividendi, interessi e da *performance*. Le strategie e le politiche di investimento sono quindi rivolte, in primis, alla conservazione del valore del patrimonio nel tempo, attraverso un'adeguata redditività che può garantire alle Fondazioni di adempiere ai loro scopi sociali (erogazioni) e di conseguire idonei rendimenti al fine di aumentarne nel tempo il valore. Attività complessa in questi ultimi anni caratterizzata da un lungo periodo di rendimenti bassi degli investimenti obbligazionari, di incertezze e volatilità dei mercati, del forte ridimensionamento dei dividendi della conferitaria nel 2020 a causa delle conseguenze della pandemia, segnando un graduale miglioramento negli anni 2022, 2023 e, in particolare, nel 2024. Il 2025, nonostante le tensioni geopolitiche degli ultimi quattro anni, ha riportato risultati particolarmente positivi, confermandosi come il migliore degli ultimi 18 anni. Risultato in buona parte dovuto alla crescita dei dividendi, in particolare quelli delle banche conferitarie, oltre alla crescente diversificazione dei portafogli non solo geografica ma anche di strumenti per adeguarsi rapidamente ai mutamenti e ottimizzare il profilo rischio/rendimento, dotandosi di gestori specializzati, presidio del *risk management*, visione complessiva del portafoglio per definire strumenti specifici di copertura dei rischi, semplificazione amministrativa, riduzione dei costi di gestione e ottimizzazione fiscale.

La tendenza delle Fondazioni all'utilizzo di **piattaforme e comparti dedicati (tabella 7.6)** ha rallentato negli ultimi anni. Si tratta di veicoli in forma di fondi o sub-fondi SICAV - UCITS ma più spesso di SIF, qualificati come Fondi Alternativi di diritto lussemburghese, contenitori indipendenti e con obiettivi di investimento dedicati anche per singola fondazione in cui far confluire parte o tutto il portafoglio finanziario non impegnato in investimenti strategici o negli investimenti in fondi chiusi specializzati. Su **32 Fondazioni, 25 utilizzano piattaforme o fondi dedicati** che rappresentano il **50,4%** dei relativi investimenti diretti.

La **figura 7.4** indica l'elevato grado di diversificazione degli investimenti diretti delle Fondazioni di origine Bancaria che per il **2025** risultano pari a **34,9** miliardi di euro, di cui **1,3** miliardi in immobili e **33,6** miliardi in investimenti finanziari (non affidati quindi con mandato di gestione patrimoniale). Tra questi investimenti, **22,5** miliardi sono allocati in prodotti di gestione collettiva (OICR, ETF, polizze e FIA, inclusi fondi e veicoli dedicati). I titoli di Stato rappresentano il **5,04%** del totale attivo, in crescita rispetto al **3,4%** del 2024, con il peso dei titoli di Stato esteri pari allo **0,6%** e quello dei titoli italiani pressoché raddoppiato dal **2,5%** al **4,42%**.

La **figura 7.5** fornisce un'indicazione utile a comprendere l'evoluzione del tempo della composizione degli **investimenti diretti** - che rappresentano oltre il **70%** del totale dell'attivo delle Fondazioni - e dei cambiamenti nelle scelte di gestione degli stessi. Per un confronto omogeneo, l'anno di partenza (2017) è stato ricalcolato con gli stessi criteri di classificazione utilizzati nell'ultimo anno. Nel 2017 il campione includeva 23 Fondazioni, che rappresentavano l'**82,4%** del totale attivo delle allora 88 Fondazioni, nel **2025** invece sono ricomprese 32 delle 84 Fondazioni che rappresentano l'**88,7%** del totale attivo.

Figura 7.4 - Le tipologie di investimenti in percentuale sul totale attivo, anno 2025

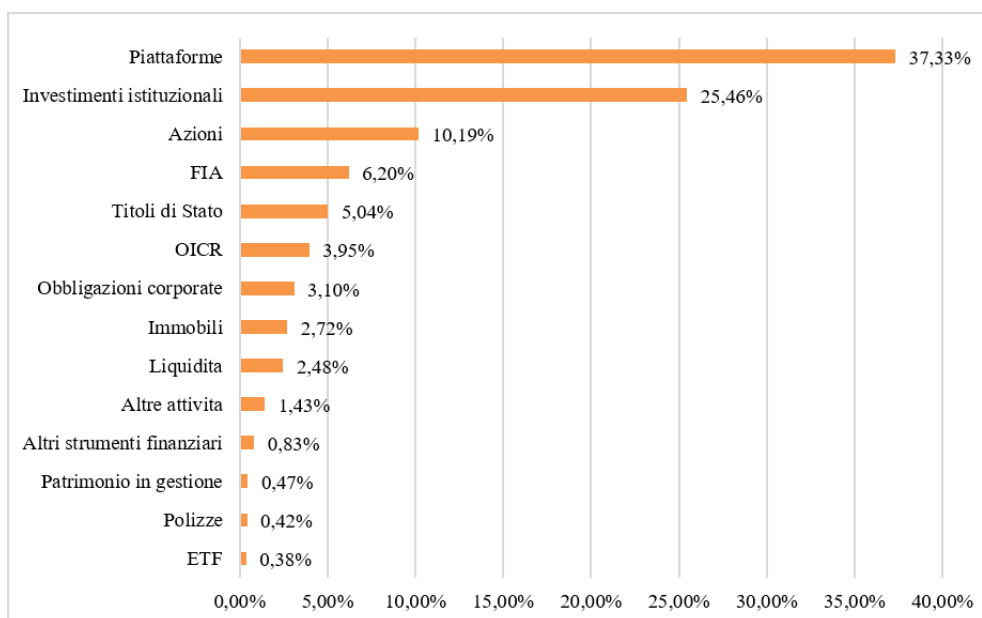
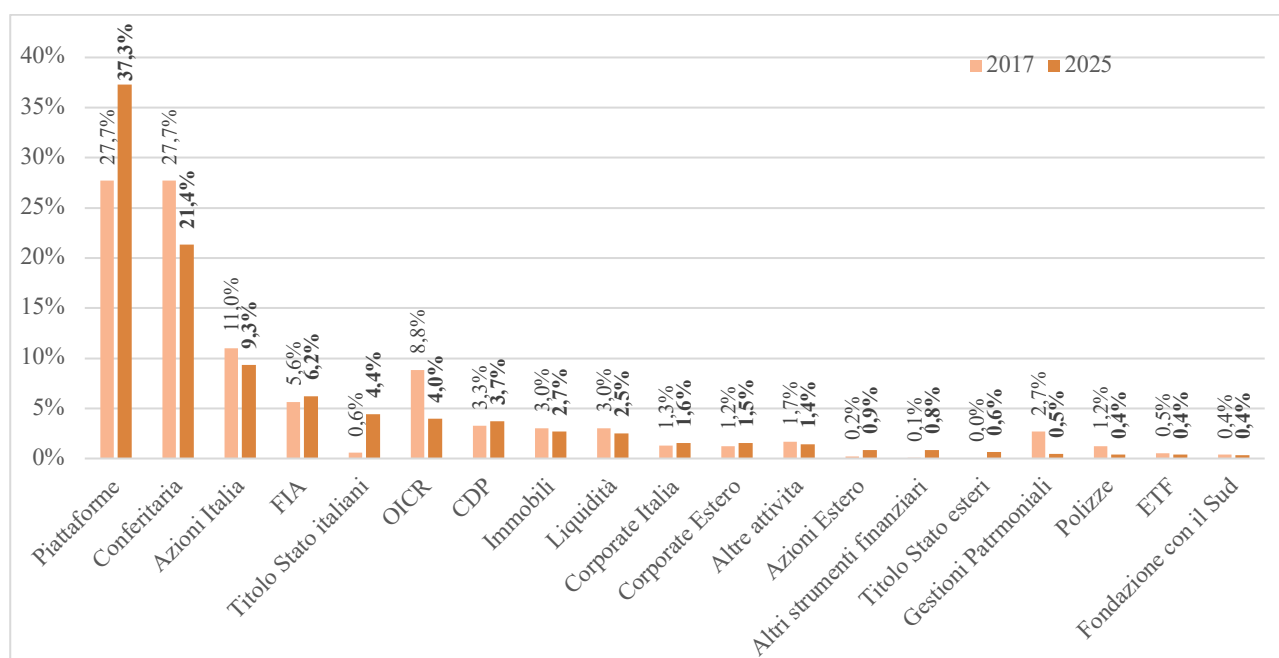


Figura 7.5 - La ripartizione dell'attivo delle Fondazioni di origine Bancaria: 2017 e 2025 a confronto



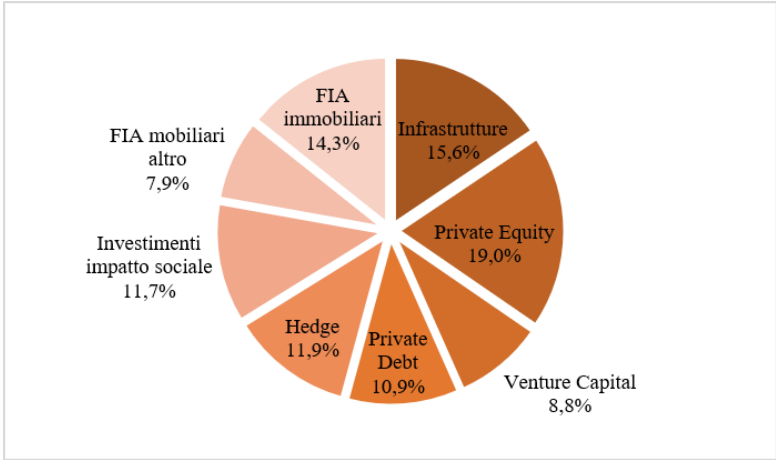
Le variazioni più interessanti riguardano la riduzione del peso della **Conferitaria**, dal 27,7% sul totale attivo del 2017 al 21,4% del 2025, dovuta in parte a cessioni in una prima parte del periodo considerato e più recentemente all'andamento dei prezzi delle azioni del settore bancario e alla necessità di rientrare nei limiti di possesso in base all'accordo Acri-MEF.

L'aumento dei **titoli obbligazionari** è dovuto alla ripresa degli investimenti in titoli di Stato italiani manifestatosi nel 2023 e 2024 e, in particolare, nel 2025 (peso quasi raddoppiato). Più significativi la diminuzione degli **OICR** per il trasferimento in Piattaforme o Fondi dedicati, fenomeno già presente per le Fondazioni grandi che si è poi esteso anche alle Fondazioni medie e medio piccole. I **FIA** invece sono cresciuti (dal 5,6% al 6,2%) come scelta di investimento nei vari settori dei *Private*

market. La crescita delle **Piattaforme/Fondi dedicati**, dal 27,70% del totale attivo nel 2017 al 37,3% nel 2025 trova giustificazione nella corrispondente discesa degli OICR (-4,8%) e delle GPM (-2,2%).

Il livello di diversificazione degli investimenti diretti delle 32 Fondazioni è molto elevato; infatti, le **società di gestione** selezionate per fornire strumenti finanziari sono 183 (erano 177 lo scorso anno) così ripartite: 57 gestori di OICR, 15 ETF, 135 di FIA (vari gestori sono presenti in più strumenti). Di particolare rilievo oltre all’ammontare degli investimenti alternativi (rispetto ad altri investitori istituzionali) anche il numero dei gestori (**135**): i più numerosi sono i gestori di fondi di *private equity* (69), seguiti da quelli di *private debt* (25) e *venture capital* (29). Gli **strumenti alternativi** sono aumentati a **2,923 miliardi** (+2,3% rispetto al 2024, al netto degli investimenti in fondi o veicoli dedicati, per lo più piattaforme SIF). Sempre rilevante il peso degli investimenti a impatto sociale (residenziale sanitario, *housing sociale*, programmi di rigenerazione, etc.) che rappresentano l’**11,7%** del totale investimenti FIA (**tabella 7.2** e **figura 7.6**) insieme ai fondi immobiliari (**14,3%**).

Figura 7.6 - Ripartizione dei FIA delle Fondazioni, anno 2025



Quanto all’acquisto diretto di quote di OICR, al netto degli investimenti in fondi e veicoli dedicati, le risorse investite sono cresciute del **10,4%** da **1,69 miliardi** a **1,86 miliardi** con un peso del 3,95% sul totale attivo. La **tabella 7.3** evidenzia gli OICR suddivisi per tipologia. Nel corso degli ultimi anni si è manifestata una riduzione del peso dei bilanciati, e degli azionari puri a favore degli **obbligazionari**. L’insieme degli OICR è gestito da **57** diversi gestori con notevoli differenziazioni e specializzazioni.

Tabella 7.3 - Le tipologie e gli importi degli OICR in cui investono le Fondazioni, anni 2024 e 2025

	2024	%	2025	%
Obbligazionario	661.810.433	39,23%	844.891.402	45,36%
Bilanciato	50.875.548	3,02%	53.886.292	2,89%
Azionario	811.224.959	48,09%	787.917.755	42,30%
Altro	163.024.039	9,66%	175.902.617	9,44%
TOTALE	1.686.934.979	100,00%	1.862.598.066	100,00%

Nella **tabella 7.4** si riportano i primi 5 gestori per *Asset Under Management* (OICR, ETF e FIA, incluse le piattaforme) che rappresentano complessivamente il **72,6%** del totale. La classifica si conferma invariata per le prime quattro posizioni - ricoperte dai gestori delle principali piattaforme:

Fondaco, Quaestio Capital Management ed Eurizon, seguiti da Amundi al quarto posto e Azimut al quinto.

Tabella 7.4 - I primi 5 gestori per Asset Under Management

Gestore	AUM	in % sul totale
Fondaco	6.723.764.081	29,8%
Quaestio Capital Management	6.492.696.329	28,8%
Eurizon Capital	1.763.662.540	7,8%
Amundi	882.944.598	3,9%
Azimut	501.912.684	2,2%
	16.364.980.232	72,6%

Per quanto riguarda, invece, gli investimenti affidati in gestione patrimoniale nel **2025** registrano un calo sia sul numero delle fondazioni che utilizzano lo strumento (solo 6 fondazioni) sia sul totale gestito. I mandati di gestione raccolgono **220 milioni** (contro 231,4 milioni nel 2024), passando da un peso dello 0,51% del 2024 allo 0,47% del 2025. I primi 5 gestori con mandato raccolgono quasi il 61% del totale delle risorse affidate, con Fideuram in testa alla classifica con il 24 % di risorse in gestione.

Tabella 7.5 - Le prime 5 società per mandati di gestione assegnati

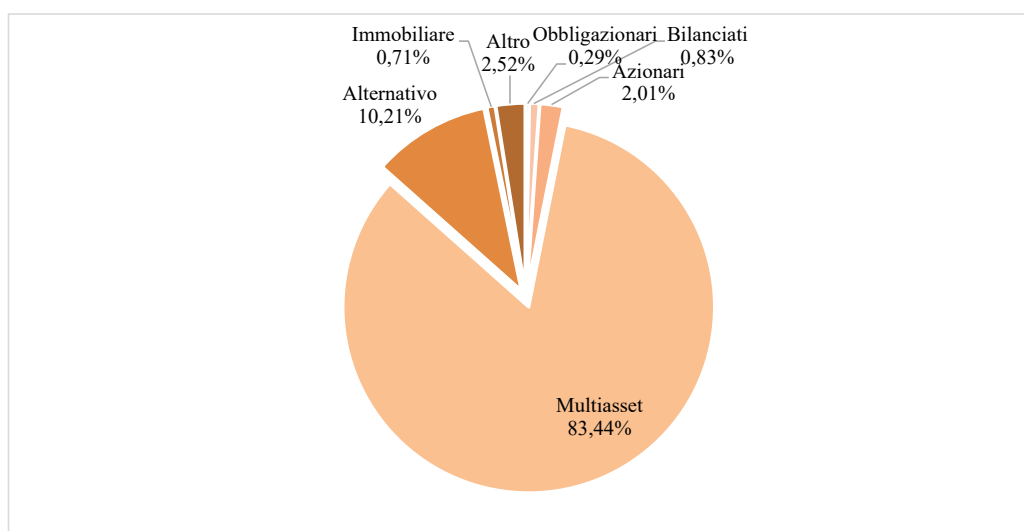
Gestore	Risorse	%	n° mandati
Fideuram	53.027.218	24,11%	2
BPER Banca	24.828.012	11,29%	3
MPS	24.455.260	11,12%	2
Intesa Private	18.267.371	8,31%	2
Banca Patrimoni	13.461.436	6,12%	2
Totale primi 5 gestori	134.039.297	60,94%	11

Le piattaforme - Si tratta di una modalità per la gestione delle risorse delle Fondazioni che in questi ultimi anni si è diffusa dalle Fondazioni di grandi dimensioni anche a quelle di dimensioni inferiori; la piattaforma consente economie di scala e vantaggi sia contabili che gestionali. Il peso medio sul totale attivo delle 25 Fondazioni che hanno utilizzato tale veicolo (sulle 32 esaminate) è del 43,7% con 6 Fondazioni per le quali il peso supera il 50% dell'attivo stesso (**tabella 7.6**). L'83% delle piattaforme è *multi-asset*, il 10% alternativo e il restante 7% racchiude tipologie residuali (da obbligazionario a bilanciato, altro) (**figura 7.7**). La diffusione delle piattaforme ha fatto diminuire, almeno per le grandi e medie Fondazioni, il ricorso alle gestioni patrimoniali con mandato di gestione individuale. Certamente in questa modalità il confine tra "investimenti *indiretti*" con specifico **mandato di gestione** che definisce solo le linee guida, il *benchmark*, il target e il budget di rischio e l'investimento **diretto** rappresentato dai fondi dedicati/piattaforme, **è diventato molto labile**.

Per memoria, si ricorda che le prime piattaforme dedicate (o fondi dedicati) sono iniziate a partire dai primi anni duemila che consentono una **visione unitaria del portafoglio**, con centralizzazione e semplificazione amministrativa e fiscale, maggiore flessibilità (anche grazie a legislazioni estere che forniscono un'ampia gamma di strumenti), rapidità di cambio delle strategie, politiche di *overlay*, riduzione dei costi, controllo del rischio, etc.), fornendo altresì una **personalizzazione** dei **sub fondi**

per importi limitati e con la **propria denominazione**, consentendo la creazione di *Advisory committee* dei sub fondi, cui partecipano gli Advisor della Fondazione.

Figura 7.7 – La tipologia delle piattaforme, anno 2025



Inoltre, attraverso le SIF, le Fondazioni possono **conferire i loro investimenti illiquidi** e i loro fondi FIA oltre a investire in un universo più ampio (*commodities, hedge, valute*).

Tabella 7.6 - Le piattaforme di investimento delle Fondazioni di origine Bancarie, anno 2025

Fondazione	Piattaforme	Attivo	peso % piattaforme su Attivo	Management Company/Gestori
Fondazione Roma	1.619.534.663	1.948.921.343	83,10%	Fondaco
Fondazione Cariplo	5.551.982.146	8.662.578.172	64,09%	Quaestio
Fondazione CR di Perugia	336.421.957	557.594.638	60,33%	Fondaco
Fondazione CR di Verona, Vicenza, Belluno e Ancona	1.343.393.937	2.290.006.381	58,66%	Amundi/ Azimut/Black Rock/Dea Capital
Fondazione Monte dei Paschi di Siena	417.137.660	712.714.992	58,53%	Fondaco/Quaestio
Fondazione CR in Bologna	810.063.516	1.422.977.993	56,93%	Eurizon (Amundi,MorganStanley,Kairos,Allianz, Fisher Inv.Eurizon)
Fondazione CR di Modena	497.918.265	1.005.867.706	49,50%	Eurizon(Amundi ,Anima,Eurizon)
Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì	286.304.246	615.807.919	46,49%	Quaestio/Fondaco
Compagnia di San Paolo	3.536.139.997	7.861.001.344	44,98%	Fondaco
Fondazione Friuli	168.180.114	416.256.607	40,40%	Quaestio
Fondazione CR di Trento e Rovereto	179.912.570	504.050.441	35,69%	Fondaco-Quaestio
Fondazione CR di Firenze	731.826.755	2.165.878.039	33,79%	Eurizon
Fondazione CR di Ascoli Piceno	112.691.147	336.383.686	33,50%	Natam (Eurizon,UBS/Banca Finnat)
Fondazione Livorno	75.060.000	228.847.171	32,80%	Piattaforma Fondazioni (Alter Domus)
Fondazione di Piacenza e Vigevano	140.565.929	430.360.481	32,66%	Eurizon-Quaestio
Fondazione del Monte di Bologna e Ravenna	90.000.000	284.226.341	31,66%	GAM (DeGroofPetercam-Edmond Rotschild)
Fondazione di Venezia	130.133.105	415.117.159	31,35%	Fondaco
Fondazione CR di Lucca	500.201.431	1.613.539.943	31,00%	Fondaco-Coima- Valeur
Fondazione Pisa	190.000.000	741.919.258	25,61%	Fundroc-Longchamp
Fondazione di Sardegna	277.057.180	1.285.583.026	21,55%	Alter Domus- Valeur
Fondazione Carispezia	61.989.042	287.983.339	21,53%	Piattaforma Fondazioni-Alter Domus
Fondazione CR di Cuneo	243.328.521	1.809.748.380	13,45%	Fondaco
Fondazione CR di Biella	35.000.000	327.072.416	10,70%	Fondaco
Fondazione CR di Torino	228.260.954	3.671.287.201	6,22%	Fondaco
Fondazione CR di Pistoia e Pescia	23.219.871	604.072.377	3,84%	Piattaforma Fondazioni/Alter Domus
25 Fondazioni con Piattaforme	17.586.323.006	40.199.796.353	43,75%	

L'economia reale e le Fondazioni di origine Bancaria

Le Fondazioni, per la loro origine e per il forte legame con il territorio delle banche da cui sono nate, hanno sempre dedicato molta attenzione “*all'economia reale*”. In questo Report con “*economia reale*” si intendono gli *investimenti in Italia o in imprese italiane*; sono esclusi dal perimetro, i titoli di Stato, gli immobili strumentali e non e altre attività (crediti, ratei, risconti etc.). L'utilizzo di piattaforme e fondi dedicati rende sempre più difficile identificare, all'interno dei bilanci di questi veicoli (che in ogni caso rappresentano il **37,3%** dell'attivo) gli investimenti in economia reale italiana. Tali dati, pur se sottostimati, forniscono un quadro interessante: complessivamente le 32 Fondazioni esaminate sul totale di 47 miliardi di euro di attivo hanno destinato all'economia reale italiana **18,7 miliardi**, ovvero il **39,8% del totale dell'attivo (tabella 7.7)**, di cui **10,4 miliardi** sono investiti nelle conferitarie. Considerando anche i titoli di Stato Italia (più che quadruplicati tra il 2022 - 507 milioni – e il **2025** - 2.080 milioni) il peso complessivo crescerebbe al 44,3% sul totale attivo.

Tabella 7.7 - Investimenti in economia reale italiana

Investimento	2025	in % su totale attivo delle 32 Fondazioni
Conferitaria	10.064.736.344	21,36%
CDP	1.764.587.340	3,75%
Fondazione Con il Sud	166.166.536	0,35%
Obbligazioni Corporate Italia	738.216.759	1,57%
Azioni Italia	4.394.760.113	9,33%
FIA Italia	1.595.188.523	3,39%
OICR Italia	7.150.757	0,02%
Economia reale italiana	18.730.806.372	39,76%
Inv. diretti in titoli di Stato italiani	2.080.871.386	4,42%

Gli investimenti sopra indicati non esauriscono il contributo delle Fondazioni all'economia reale italiana; infatti, occorre considerare l'altro grande strumento utilizzato dalle fondazioni: il flusso *annuale delle erogazioni*. Si tratta di un miliardo l'anno in media negli anni dal 2011-2024, cresciuto a 1,4 miliardi nel 2025, rivolto oltre che alla tradizionale attività in favore dell'arte e della cultura, del volontariato, dell'assistenza sociale e della filantropia ma sono in crescita nel corso degli anni le risorse destinate per la ricerca e sviluppo (trasferimento tecnologico, ricerca in campo medico, in campo dell'ingegneria) che pesa per il **10%** sulle erogazioni totali, per lo sviluppo locale (sviluppo economico locale e progetti di housing sociale) per il **15,4%**.

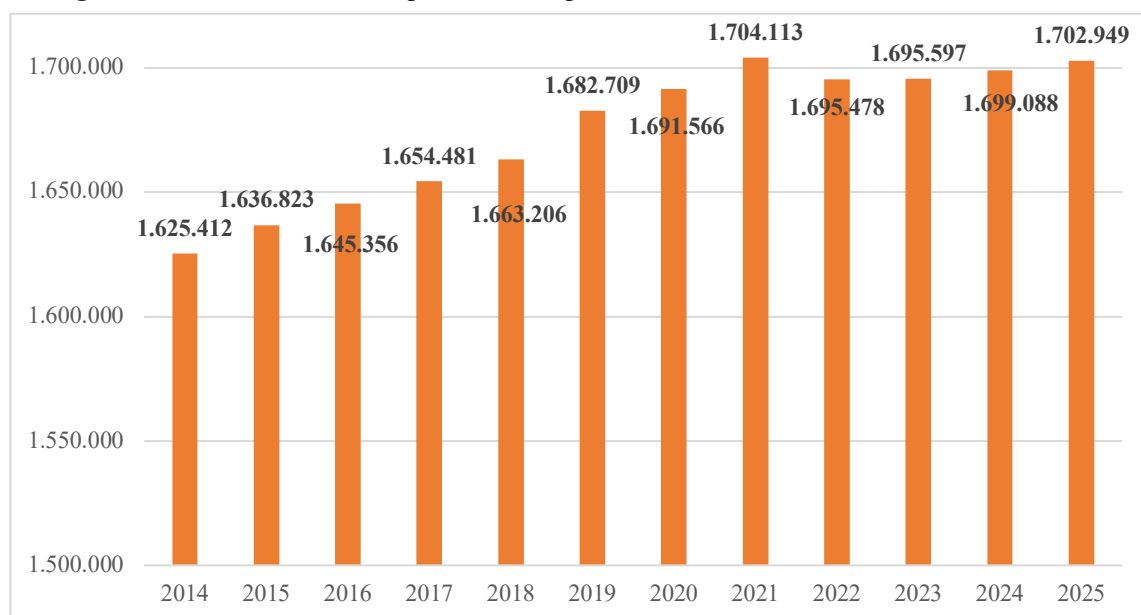
La lunga esperienza di partenariato pubblico/privato consente alle Fondazioni di origine Bancaria di promuovere progetti per il **75,6%** dell'importo insieme ad altri enti privati - in prevalenza del terzo settore - e per il **24,4%** con enti pubblici.

8. Le Casse privatizzate dei liberi professionisti: attività, iscritti, pensionati, patrimoni e gestori

Tra gli investitori istituzionali italiani, le Casse privatizzate dei Liberi Professionisti istituite in base ai decreti legislativi n. 509/1994 e 103/1996 (si veda la *tabella 8.1*) sono diventate nel tempo tra i maggiori investitori del Paese. Nel seguito vengono analizzati per l'anno 2025, le 20 Fondazioni ed Enti, compreso ONAOSI¹ ai soli fini del patrimonio e non degli iscritti, che operano attraverso **22 gestioni** dedicate.

Numero degli iscritti e dei pensionati - Gli iscritti attivi alle Casse privatizzate al 31 dicembre 2025, comprendendo anche i pensionati ancora in attività che contribuiscono con aliquote ridotte, sono 1.702.949², in leggero aumento rispetto all'anno precedente (+0,23%). La **figura 8.1** illustra l'andamento del numero degli iscritti alle Casse privatizzate dal 2014 al 2025 evidenziando un aumento complessivo del 4,77% e, dopo una leggera flessione registrata negli anni 2022 e 2023, l'ultimo biennio si connota per un progressivo ritorno alla crescita del numero di professionisti iscritti alle Casse Privatizzate. A differenza di quanto avviene nel “Rapporto sul Bilancio del sistema previdenziale italiano³”, che non include gli Enti che gestiscono prestazioni complementari a favore di iscritti che per la previdenza di base sono assicurati presso l'INPS, nel presente Report vengono considerati anche gli iscritti di ENASARCO, ENPAIA e FASC.

Figura 8.1 - Le Casse dei liberi professionisti per numero di iscritti, confronto anni 2014-2025



¹ Onaosi pur rientrando tra gli Enti di previdenza obbligatoria integrativa del sistema di previdenza generale di cui al D. Lgs 509/94 eroga prestazioni assistenziali in favore degli orfani dei Sanitari (medici chirurghi, odontoiatri, veterinari e farmacisti) ed è finanziato da queste Casse. Alla data di redazione del presente Report non è ancora disponibile il bilancio Onaosi per cui i dati sono riferiti al 2024.

² A partire dal luglio 2022 l'INPGI per la sola gestione sostitutiva dell'AGO (Assicurazione Generale Obbligatoria) è confluita in INPS, mentre fino al 2021 il numero degli iscritti teneva conto di quelli INPGI;

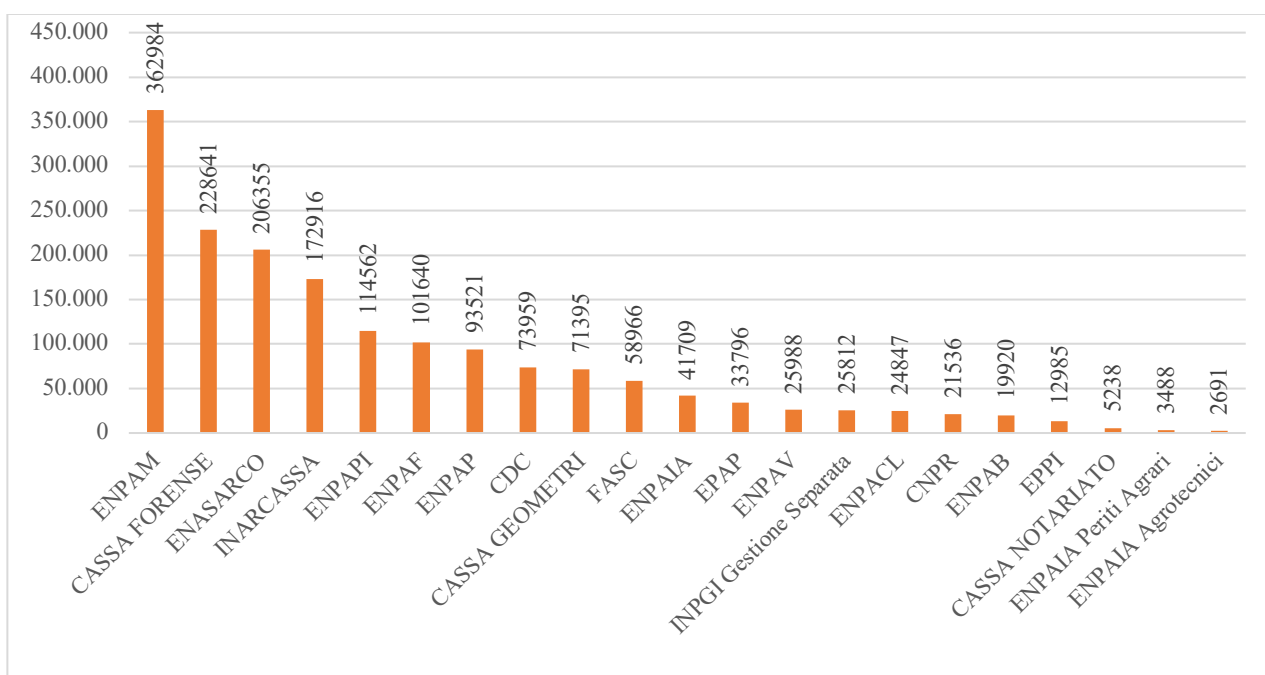
³ <https://www.itinerariiprevidenziali.it/ricerca/tredicesimo-rapporto-bilancio-sistema-previdenziale/>

In **tabella 8.1** e in **figura 8.2** sono evidenziate le Casse ordinate per numero di iscritti a fine 2025 da cui emerge che 12 gestioni presentano un aumento degli iscritti mentre 9 una diminuzione. Tra le Casse privatizzate che registrano un aumento superiore al 3% troviamo la Cassa degli psicologi (ENPAP) con un +7,12%, quella degli infermieri professionali (ENPAPI) con un +5,85%, dei biologi (ENAPAB) +5,06%, degli Agrotecnici (ENPAIA) +4,87%, dei notai (Cassa Notariato) +3,25% e quella degli agenti, spedizionieri e corrieri (FASC) +3,05%. Le Casse Privatizzate che, invece, registrano una riduzione degli iscritti sono Casse dei Ragionieri (CNPR) con un – 3,10%, Geometri (CIPAG) -2,57%, veterinari (ENPAV) -2,44%, seguite da Cassa Forense, Eppi, Enasarco, Inarcassa, Enpacl ed Enpam.

Tabella 8.1 - Le Casse dei liberi professionisti per numero di iscritti, anno 2025

	Cassa	n. iscritti	Var. %		Cassa	n. iscritti	Var. %		Cassa	n. iscritti	Var. %
1	ENPAM	362.894	-0,64%	9	CIPAG	71.395	-2,57%	17	ENPAB	19.920	5,06%
2	CASSA FORENSE	228.641	-1,98%	10	FASC	58.966	3,05%	18	EPPI	12.985	-1,01%
3	ENASARCO	206.355	-1,06%	11	ENPAIA	41.709	1,65%	19	CASSA NOTARIATO	5.238	3,25%
4	INARCASSA	172.916	-0,75%	12	EPAP	33.796	1,01%	20	ENPAIA Periti	3.488	0,58%
5	ENPAPI	114.562	5,85%	13	ENPAV	25.988	-2,44%	21	ENPAIA Agrotecnici	2.691	4,87%
6	ENPAF	101.640	0,79%	14	INPGI Gest. Separata	25.812	0,86%				
7	ENPAP	93.521	7,12%	15	ENPACL	24.847	-0,74%				
8	CDC	73.959	0,37%	16	CNPR	21.536	-3,10%		Totale	1.702.949	0,23%

Figura 8.2 - Le Casse dei liberi professionisti per numero di iscritti, anno 2025



Il numero di pensionati nel 2025 è pari a **545.145** con un aumento di 13.358 unità (+ **2,51%**) rispetto al 2024, un aumento più contenuto rispetto a quello registrato per il 2024, pari a + 4,76%, e coerente con gli anni precedenti⁴.

Il rapporto iscritti/pensionati è di **3,12 attivi per pensionato** (3,19 nel 2024) in lieve riduzione negli ultimi anni a seguito della “maturazione” delle gestioni. Le Casse che registrano una maggiore crescita dei pensionati sono: ENPAIA Agrotecnici (+26,66%), INPGI Gestione separata (+25,40%), EPAP (+11,62%), ENPAPI (+8,37%), ENPAIA Periti Agrari (+8,3%). Il rapporto iscritti su pensionati è leggermente sottostimato, in quanto tra gli iscritti totali sono conteggiati anche i pensionati attivi, cioè quelli che continuano a esercitare la professione anche se già in quiescenza.

Contributi e prestazioni - Per il 2025 **il totale dei contributi versati** è stato di **14,43 miliardi di euro** (+ 1,6%, erano 14,20 miliardi nel 2024 e 11,53 nel 2021) e sono in continua crescita negli ultimi anni. Le **uscite per prestazioni pensionistiche e assistenziali** ammontano a 10,07 **miliardi** (+ 6,1%, erano 9,49 miliardi nel 2024 e 7,70 nel 2021), un dato coerente con l’aumento del numero di pensionati e delle attività assistenziali.

Il rapporto tra contributi e prestazioni è positivo per tutte le Casse e si attesta a 1,43 (era 1,49 nel 2024), in leggera costante decrescita negli ultimi anni sia per l’aumento dei pensionati sia delle prestazioni parzialmente compensato dall’aumento delle entrate contributive.

Attivo Patrimoniale – L’**attivo patrimoniale delle Casse nel 2025 è di 122,683 miliardi di euro**, con un incremento di 7,4 miliardi rispetto al 2024 (+ 6,46%). Negli ultimi 18 anni (**figura 8.3**), il totale attivo, a valori di bilancio, è passato dai 37,6 miliardi del 2007 ai 122,681 del 2025 con un tasso di crescita medio annuo del 6,79% (+226% complessivo).

La **tabella 8.2** e la **figura 8.4** mostrano la classifica delle Casse privatizzate per attivo con indicazione dell’aumento percentuale rispetto all’anno precedente. Le Casse privatizzate che registrano l’aumento maggiore del proprio attivo patrimoniale (superiore al 10%) sono INPGI Gestione Separata (+ 23,33%) ENPAP (+16,83%), ENPAIA Agrotecnici (+16,48%), ENPAPI (+13,93%), EPAP (+10,39%).

Il **patrimonio netto** delle Casse privatizzate è pari a **105,96 miliardi di euro**, contro i **99,59** del 2024 con un incremento del 6,39% (7,42% nel 2024). La **tabella 8.3** evidenzia le 6 Casse con un incremento superiore al 9%, rispetto all’anno precedente (INPGI Gestione separata, EPAP, ENPAIA Agrotecnici, ENPAIA, ENPAV, CDC).

⁴ Il dato tiene conto del fatto che né il FASC né ONAOSI hanno pensionati in quanto il FASC (Fondo Agenti Spedizionieri e Corrieri) eroga solo prestazioni in capitale e l’ONAOSI non eroga prestazioni previdenziali.

Figura 8.3 – L’andamento del patrimonio delle Casse di Previdenza dal 2007 al 2025, valori in miliardi di euro

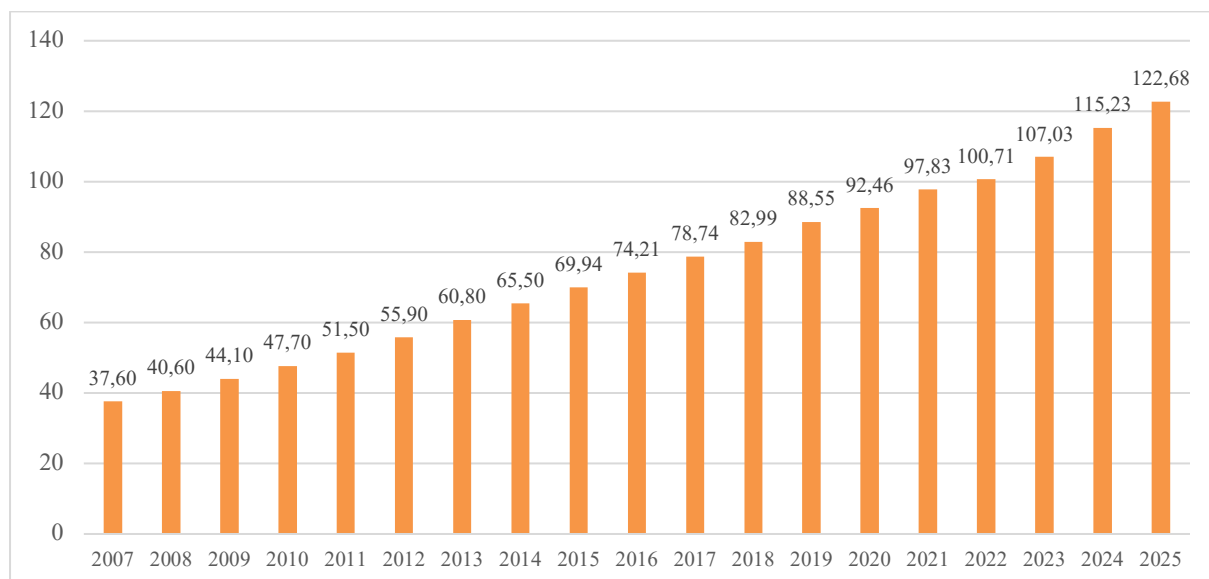


Tabella 8.2 - Le Casse dei liberi professionisti per totale attivo, anno 2025 (valori in milioni di euro)

	Cassa	Attivo	Var. %		Cassa	Attivo	Var. %		Cassa	Attivo	Var. %
1	ENPAM	28.039	2,90%	9	CNPR	2.970	3,26%	17	ENPAB	1.246	9,00%
2	CASSA FORENSE	21.683	7,20%	10	EPPI	2.411	7,70%	18	INPGI G. Separata	1.244	23,33%
3	INARCASSA	17.156	9,02%	11	ENPAIA	2.320	2,70%	19	FASC	1.116	5,72%
4	CDC	14.520	8,35%	12	CASSA NOTARIATO	21.012	4,62%	20	ONAOISI	397	0,00%
5	ENASARCO	10.090	5,90%	13	ENPACL	1.884	6,25%	21	ENPAIA Periti Agrari	266	8,12%
6	ENPAF	3.780	5,77%	14	ENPAPI	1.797	13,93%	22	ENPAIA Agrotecnici	91	16,48%
7	ENPAP	3.360	16,83%	15	EPAP	1.696	10,39%				
8	CIPAG	3.145	5,28%	16	ENPAV	1.460	5,81%		Totale	122.683	6,46%

Figura 8.4 - Le Casse dei liberi professionisti per totale attivo, anno 2025 (valori in milioni di euro)

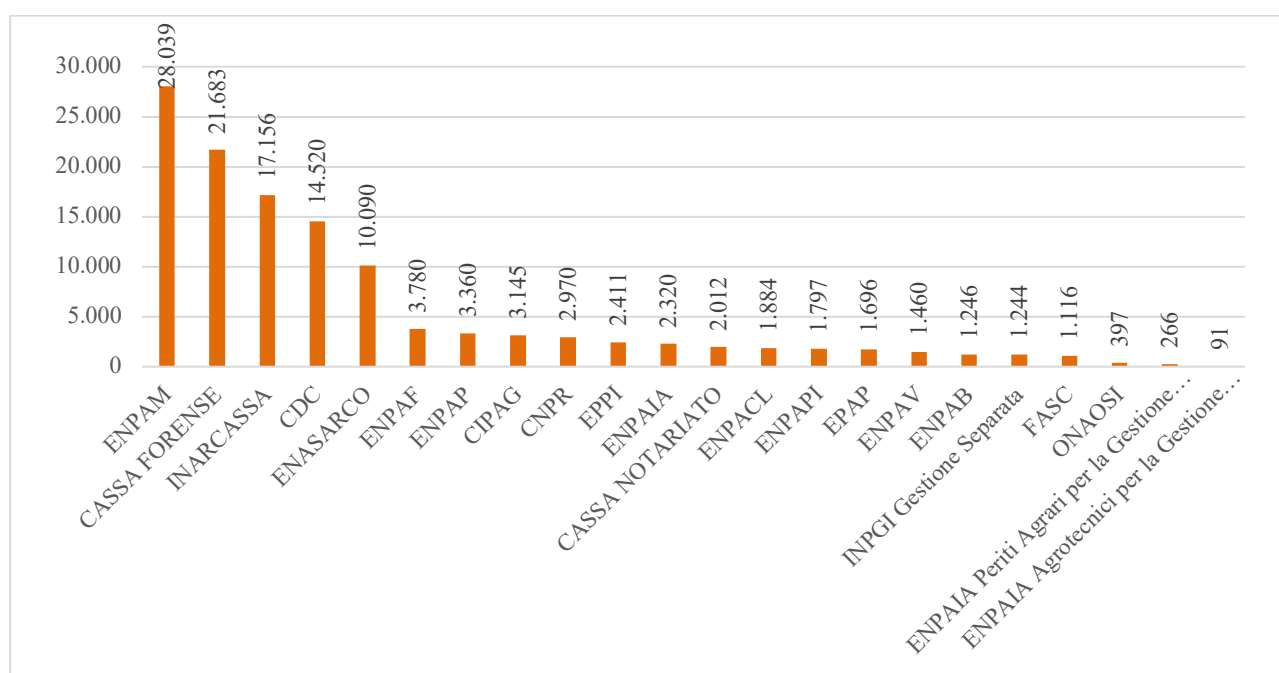


Tabella 8.3 - Le variazioni patrimoniali delle Casse dei liberi professionisti - dati di raffronto 2025

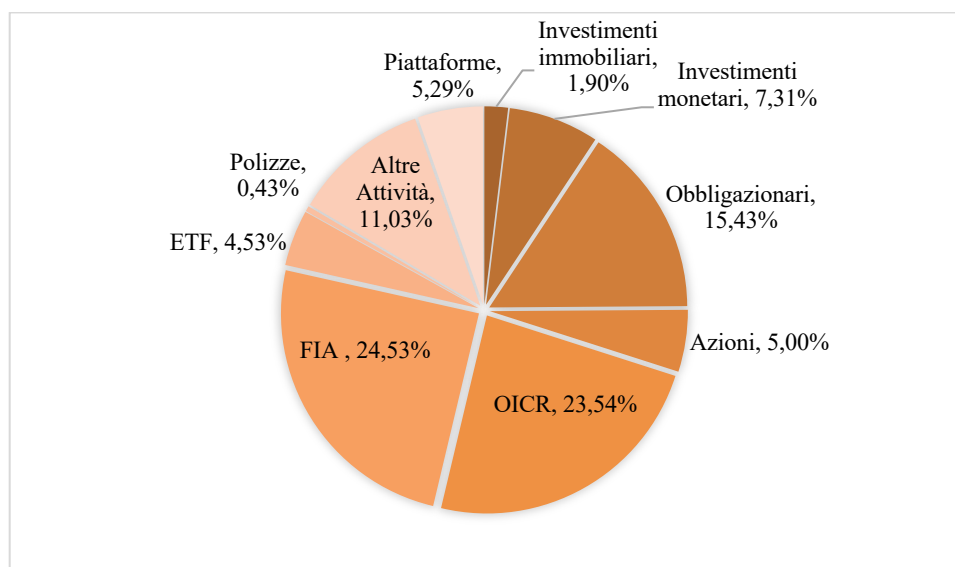
Le Casse con una crescita del patrimonio netto maggiore del 9%			
Cassa	Patrimonio 2024	Patrimonio 2025	Var. %
INPGI Gestione separata	994.384.968	1.227.914.352	23,48%
EPAP	104.485.665	122.669.459	17,40%
ENPAIA Agrotecnici	6.443.760	7.175.845	11,36%
ENPAIA	242.477.428	269.589.383	11,18%
ENPAV	1.196.942.541	1.090.953.568	9,71%
CDC	12.518.513.666	13.648.862.365	9,02%

Il totale investito - Anche per il **2025** la modalità di gestione prevalente dalle Casse è ***l'investimento diretto***, che vale **108,58 miliardi di euro**, cioè **l'88,50%** dei **122,68** miliardi di euro di attivo in costante crescita negli ultimi anni.

Gli **investimenti indiretti**, attuati tramite mandato di gestione, ammontano a **14,094 miliardi** di euro, l'11,5% del totale degli attivi; un valore in leggera diminuzione rispetto al 2024 (14,684 miliardi) e, salvo per quanto avvenuto nel 2024 rispetto al 2023, in linea con gli anni precedenti.

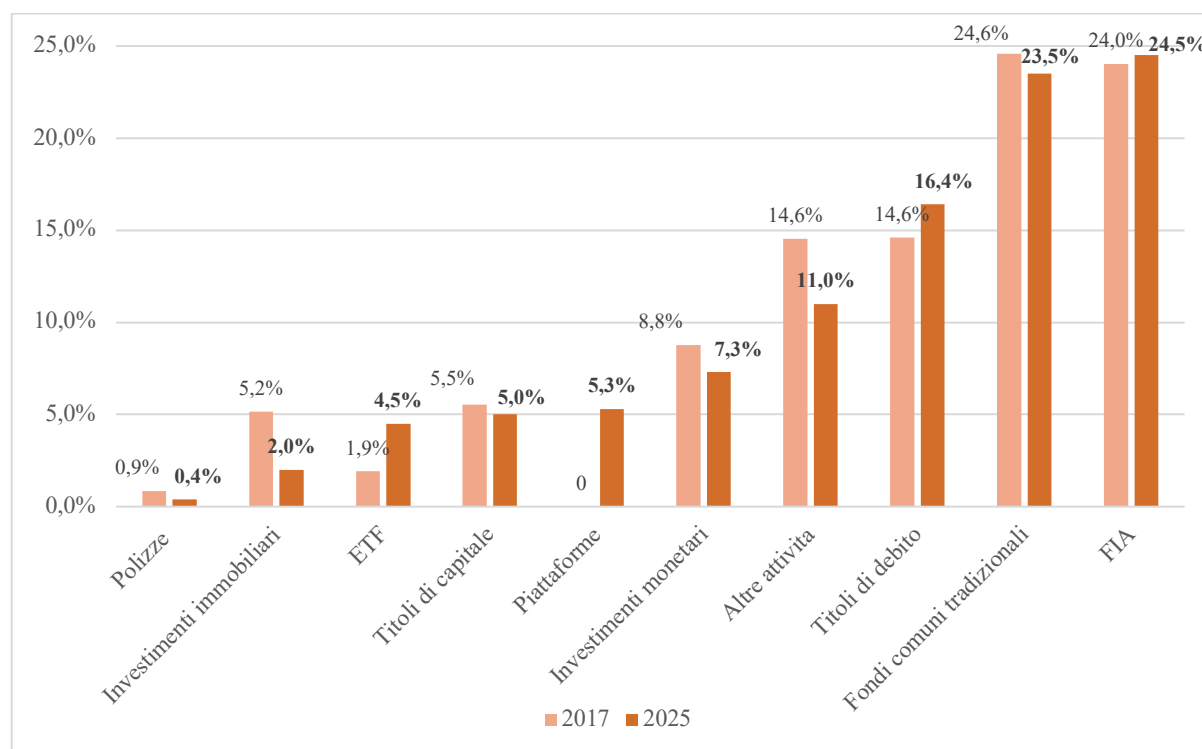
Gli investimenti diretti – I **108,58 miliardi** di investimenti diretti (**figura 8.5**) risultano impegnati nelle seguenti *asset class*: **a)** investimenti immobiliari per l'1,9%; **b)** monetari 7,3%; **c)** obbligazionari 16,43%; **d)** azionari 4,99%; **e)** polizze 0,42%; **f)** OICR 23,54%; **g)** FIA 24,53%; **h)** ETF 4,53%; **i)** altre attività non rientranti nelle precedenti pari al 11,03%; **i)** Piattaforme 5,29%. Oltre la metà degli ***investimenti diretti*** (il 52,6%) è costituito da OICR, ETF e FIA, pari a **57,13 miliardi di euro**, a cui si aggiungono circa 5,74 miliardi di fondi e veicoli dedicati che rappresentano una modalità di gestione ibrida tra diretta e indiretta. Si conferma l'aumento, seppur leggero, degli investimenti delle Casse in titoli obbligazionari (16,43% nel 2025 e 16,04% nel 2024) mentre gli investimenti in titoli azionari sono in costante diminuzione (4,99% nel 2025, 5,48% nel 2024, 5,69% nel 2023).

Figura 8.5 - Gli investimenti diretti delle Casse dei liberi professionisti, anno 2025



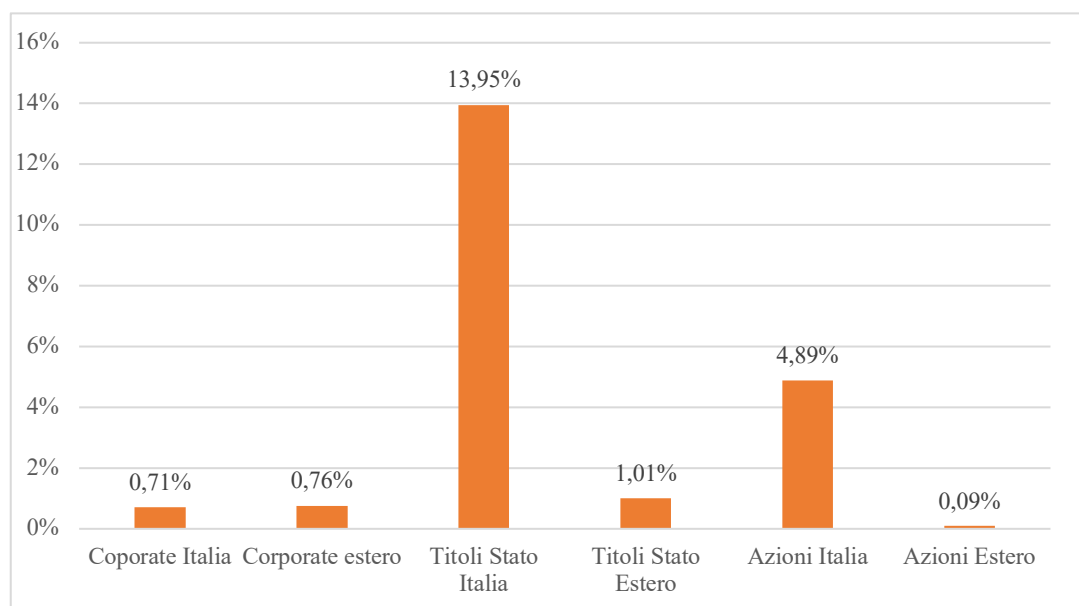
La **figura 8.6** evidenzia il confronto degli investimenti diretti tra il 2017 e il 2025. Analizzando la ripartizione delle *asset class* degli investimenti diretti si nota come quasi il 53% sia investito in strumenti del risparmio gestito, quali OICR, FIA e ETF. Includendo anche le Piattaforme, il peso degli strumenti del risparmio gestito arriva al 58% (dato in leggera decrescita rispetto al **60%** del 2024 e 2023). Parallelamente, proseguendo nel confronto con gli anni precedenti, si riscontra un calo progressivo degli immobili detenuti direttamente, che sono stati via via fatti confluire in fondi d'investimento dedicati.

Figura 8.6 – Confronto dettaglio investimenti diretti: anni 2017- 2025



Focus azioni e obbligazioni - L'investimento in strumenti finanziari tradizionali (azioni e obbligazioni), resta una voce importante nel portafoglio delle Casse, pari al 21,42% del totale degli investimenti diretti, dato in leggerissima decrescita rispetto al 2024 (21,52%), ma coerente con gli anni precedenti. In dettaglio, la **figura 8.7** mostra la ripartizione in termini di allocazione in azioni e obbligazioni. I **titoli di Stato italiani**, con 15,15 miliardi di euro (13,95% degli investimenti diretti) restano il maggiore investimento (in aumento rispetto ai 13,50 miliardi dello scorso anno), seguiti dai titoli di capitale italiano pari a 7,71 miliardi. L'esposizione in titoli di debito e di capitale domestici si conferma dunque prevalente per le Casse di Previdenza rispetto a quella in titoli di emittenti esteri. L'azionario italiano corrisponde al 98% dell'investimento complessivo in azioni, in linea con gli anni precedenti e comprende anche le "quote" investite in Banca d'Italia, mentre l'obbligazionario *corporate* italiano è pari al 4,32% del portafoglio obbligazionario complessivo (*corporate* e governativi). Se sommiamo anche il peso dei Titoli di Stato italiani (pari all'84,98%, dell'investimento in azioni e obbligazioni), la quota di bond (obbligazioni e titoli di stato) investiti in Italia arriva a 89,21%, portando l'esposizione totale in azioni e obbligazioni italiane attorno al 91,3% del totale di queste *asset class*. L'ammontare degli investimenti diretti in **azioni** e in **obbligazioni** di imprese italiane (cioè, fatta esclusione dei titoli governativi) è pari al 5,61% (6,09 miliardi) sul **totale** degli investimenti diretti.

Figura 8.7 - Azioni e obbligazioni oggetto di investimento distinte per natura, % rispetto al totale degli investimenti diretti, anno 2025



Focus investimenti in Banca d'Italia - Le "quote" di partecipazione in Banca d'Italia detenute dalle Casse di Previdenza sono pari a **1,76 miliardi** che corrispondono al **32,49% del portafoglio azionario delle Casse di Previdenza** e al **33,10% del totale azioni italiane**. La partecipazione è, ovviamente, differenziata a seconda della singola Cassa (**tabella 8.4**).

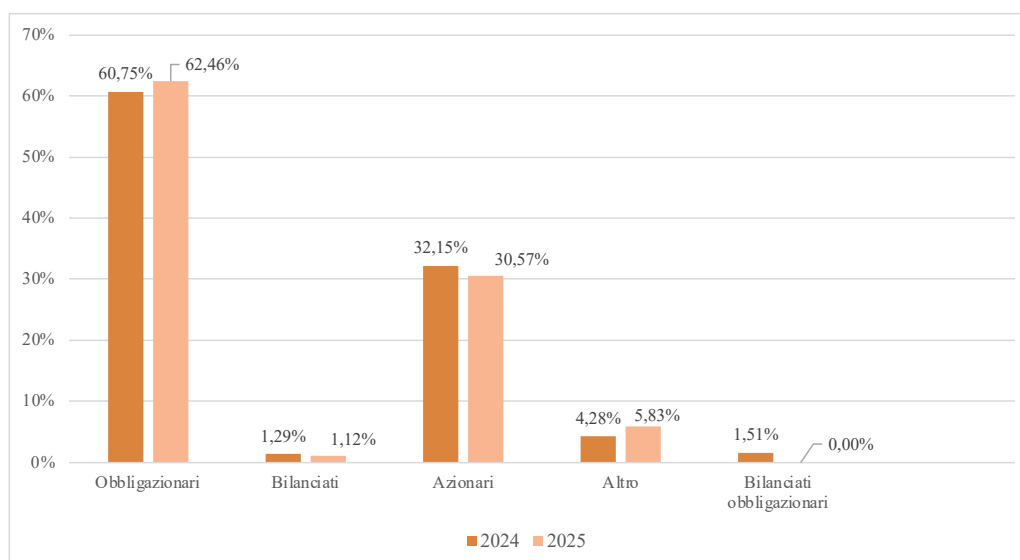
Tabella 8.4 - Partecipazioni delle Casse in Banca d'Italia

Cassa di Previdenza	Partecipazione in Banca d'Italia	Cassa di Previdenza	Partecipazione in Banca d'Italia
INARCASSA	€ 370.018.000	CNPR	€ 53.000.000
CASSA FORENSE	€ 370.000.000	ENPAB	€ 15.000.000
CDC	€ 275.000.000	ENPAPI	€ 40.000.000
ENPAM	€ 370.000.000	ENPAP	€ 10.000.000
ENPAIA	€ 100.000.000	EPPI	€ 100.000.000
ENPACL	€ 90.000.000	ENPAIA AGROTECNICI	€ 3.500.000
ENPAIA PERITI	€ 15.000.000	FASC	€ 50.000.000
		Totale	€ 1.761.518.000

Focus investimenti diretti in OICR - Gli investimenti in OICR tradizionali (intesi come fondi obbligazionari, bilanciati obbligazionari, bilanciati, azionari e altre tipologie) ammontano a **25,56 miliardi di euro**, in aumento rispetto ai 23,88 miliardi del 2024. I bilanci riportano il dettaglio di allocazione (si intende, per tale, la ripartizione aggregata per *asset class*) di tutti i 25 miliardi di OICR ma per il 22,68% dei fondi, pari a 5,8 miliardi di euro, non è pubblicato nei bilanci e neanche sui siti web né il nome del fondo e neppure il gestore, una carenza di dettaglio che denota opacità e mancanza di trasparenza verso gli iscritti e la collettività. Per quanto riguarda la tipologia di fondi, i più acquistati sono quelli obbligazionari con 15,97 miliardi (il 62,46%) seguiti a distanza dagli “azionari” pari a 7,81 miliardi (30,57%), da altre tipologie “altro” con circa 1,49 miliardi (5,83%) e bilanciato con 0,28 miliardi (1,12%).

La **figura 8.8** riporta un confronto percentuale del totale degli investimenti delle Casse privatizzate nei diversi OICR da cui si nota una preferenza anche nel 2025 (e in crescita sul 2024) per gli strumenti OICR azionari (pur se in leggera riduzione percentuale sul totale) e obbligazionari, con riduzione delle forme bilanciate e bilanciate obbligazionarie. Sul totale degli OICR, 1 miliardo sono fondi tematici (il 4,05%) in prevalenza verso settori come ecologia e ambiente (1,38 % del totale OICR), tecnologia (1,09%) e transizione energetica (0,58%).

Figura 8.8 - OICR tradizionali per natura dell'investimento sottostante: confronto anno 2024-2025



La **tabella 8.5** riporta i primi 5 gestori di **OICR tradizionali** per AUM, con distinzione per tipologia dell'OICR. La sopra citata mancanza di dati di dettaglio attiene agli investimenti di INARCASSA per circa 5,8 miliardi di euro non consente l'attribuzione puntuale di tali risorse ai gestori censiti, motivo per cui la classifica riportata potrebbe sottostimare la quota di mercato attribuita alle singole società di gestione. La classifica dei gestori vede BlackRock al primo posto, seguita da Pictet & Cie Robeco, Schroders e Pimco.

Tabella 8.5 - Classifica dei primi 5 gestori degli investimenti diretti delle Casse in OICR tradizionali anno 2025

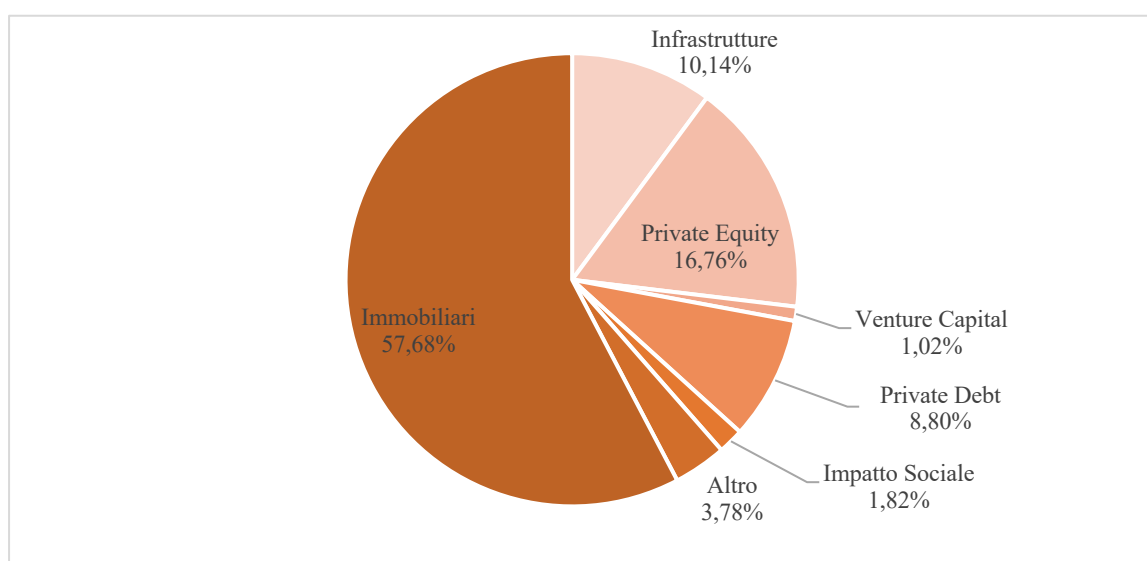
Gestore	Obbligazionari	Azionari	Altro	TOTALE
BlackRock	929.911.022	115.063.097	0	1.044.974.119
Pictet & Cie	502.736.821	198.640.375	128.632.379	830.009.577
Robeco AM	303.297.368	505.167.226	0	808.464.594
Schroders IM	583.723.782	177.766.424	3.209.119	764.699.326
Pimco	726.109.597	0	0	726.109.597

Focus investimenti diretti in Fondi di Investimento Alternativo – FIA - L'investimento in FIA da parte delle Casse di Previdenza è pari a **26,640 miliardi** di euro (il 24,53% degli investimenti diretti), inclusi i fondi e i veicoli dedicati alla gestione del patrimonio immobiliare, in aumento rispetto ai **25,41 miliardi** del 2024, ai 23,59 del 2023 e ai 20,907 miliardi del 2022 e pari al 21,71% del totale degli attivi (era il 22,05% nel 2024). Come detto per gli OICR tradizionali, anche per circa 3,1 miliardi di euro investiti in FIA non si conosce il dettaglio relativo al singolo prodotto e al gestore, circa l'11,6% del totale; tuttavia, si dispone della scomposizione per *asset class* dell'intero ammontare dell'investimento in FIA. La **figura 8.9** mostra la composizione degli investimenti in FIA che, complice il ricorso a fondi e veicoli dedicati alla gestione del patrimonio immobiliare, resta anche per il 2025 (pur se in costante calo) orientato al settore immobiliare per un valore di 15,4 miliardi, pari al 57,7% del totale dei FIA. Seguono con 4,47 miliardi di euro i fondi di *private equity* (16,8%) investiti prevalentemente in PMI e grandi imprese (*private equity* classico) e in costante crescita dal 2020.

Gli investimenti in *infrastrutture* aumentano e valgono 2,7 miliardi (10,14%), i “*FIA mobiliari – Altro*” (categoria, quest'ultima in cui sono ricompresi tutti gli investimenti alternativi che non rientrano nelle categorie indicate) valgono 1,01 miliardi di euro (3,78%). Infine, gli investimenti in *private debt* sono pari a 2,34 miliardi (8,8%), mentre rimane modesta la quota degli altri investimenti (“*impatto sociale*” e “*venture capital*”).

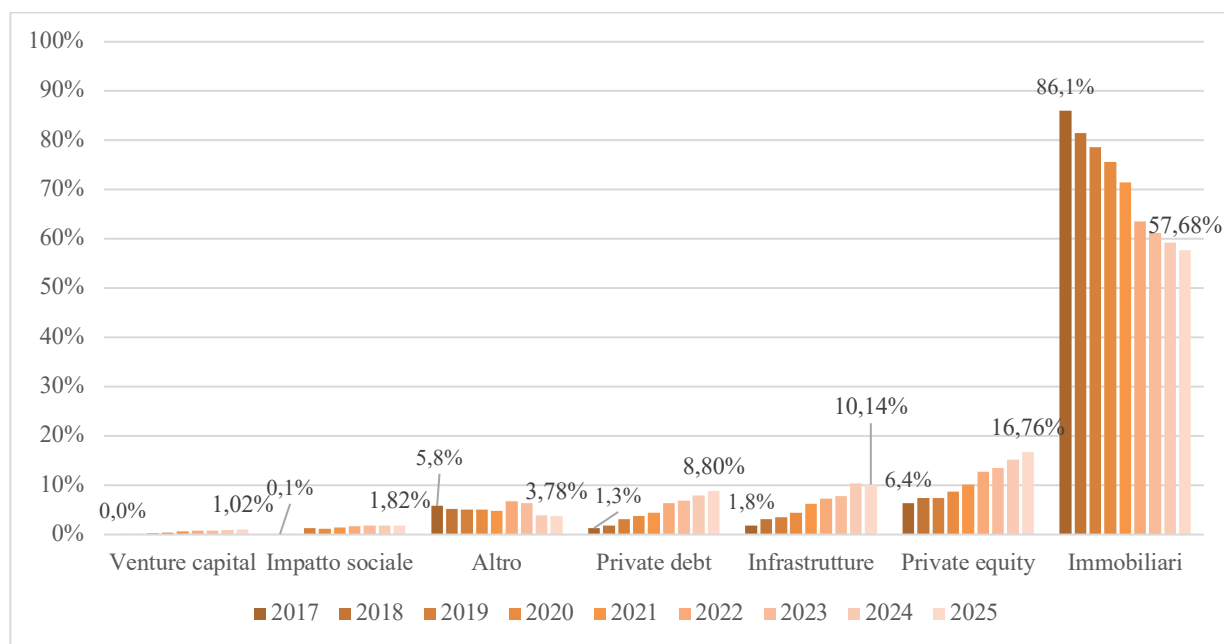
Sul totale di 26,640 miliardi di investimenti in FIA, circa 5,39 miliardi (pari al 20,24%) riguardano fondi tematici, escludendo la quota di *real estate* e i circa 3,1 miliardi di cui non si conosce il dettaglio relativo al singolo prodotto e al gestore. Tra questi, il 7,8% è riferito alle infrastrutture, il 5,83% è riferito al settore *social impact* (che include investimenti a impatto sociale quali *student*, *senior* e *social housing*, rigenerazione urbana, ecc.), il 2,45% alla transizione energetica, il 2,12% all'*healthcare* e l'1,47% al settore tecnologico (che include ambiti quali l'intelligenza artificiale, la robotica e l'automazione); da ultimo il settore dell'ecologia e ambiente con lo 0,55%.

Figura 8.9 – Le tipologie di FIA acquistati dalle Casse dei liberi professionisti



La **figura 8.9.1** evidenzia il confronto delle tipologie di FIA negli anni da 2017 al 2025. Pur rimanendo di gran lunga la prima voce tra i FIA, l'investimento in fondi immobiliari è in continua diminuzione, passando dall'86,1% del 2017 al 57,68% del 2025. Aumentano, al contrario, tutte le altre voci, con l'importante risultato dell'investimento in *infrastrutture*, passato dall'1,83% del 2017 al 10,14% del 2025. Lo stesso vale anche per il *private equity*, che passa da un 6,4% del 2017 al 16,76% del 2025 e per il *private debt* che incrementa dall'1,3% del 2017 all'8,8% del 2025. Da rilevare, inoltre, il lento ma progressivo incremento del *venture capital* che, pur rimanendo una quota residuale, nel 2025 è arrivato a superare l'1% del totale FIA.

Figura 8.9.1 – Le tipologie di FIA acquistati dalle Casse dei liberi professionisti: confronto anno 2017- 2025



La **tabella 8.6** indica i primi 5 gestori di fondi alternativi (FIA) per AUM in cui hanno investito le Casse privatizzate, escludendo l'*asset class* immobiliare in cui la quota più rilevante è riferita a fondi e i veicoli dedicati finalizzati alla gestione del patrimonio immobiliare e non veri e propri prodotti di investimento. La classifica vede la predominanza di gestori di fondi infrastrutturali, seguiti dal *private equity*: al primo posto si posiziona F2i Sgr, seguita da Hamilton Lane e Macquarie; appena fuori dal podio il Fondo Europeo per gli Investimenti, mentre chiude in quinta posizione Green Arrow Capital. Includendo anche i fondi e i veicoli dedicati immobiliari, la classifica vedrebbe al primo posto Fabrica Immobiliare Sgr, al secondo Colliers Global Investors e a chiudere il podio Miria Asset Management (acquisita da Enasarco nel 2023).

Tabella 8.6 – Primi 5 gestori per AUM di FIA

Gestore	Infrastrutture	Private Equity	Venture Capital	Private Debt	TOTALE
F2i Sgr	844.432.656	0	0	100.536.842	944.969.497
Hamilton Lane	0	549.318.148	0	0	549.318.148
Macquarie	441.501.322	11.375.363	0	5.329.915	458.206.600
FEI	0	233.936.036	104.068.872	0	338.004.908
Green Arrow Capital	253.751.946	25.183.663	0	15.401.503	294.337.112

Focus Exchange Traded Funds – ETF - La quota investita in ETF è pari a 4,925 miliardi di euro e costituisce il 4,53% del totale degli investimenti diretti, in leggera crescita rispetto al 2024 (4,41%). Nella **tabella 8.7** sono indicati i primi 5 gestori di ETF. La classifica è leggermente mutata, rispetto al 2024: Amundi sale al terzo posto (l'anno precedente al quinto posto), scalzando dal podio UBS che scivola in quarta posizione, mentre fa il suo ingresso al quinto posto DWS Investment. Confermate invece le prime due posizioni occupate da Ishares e Vanguard.

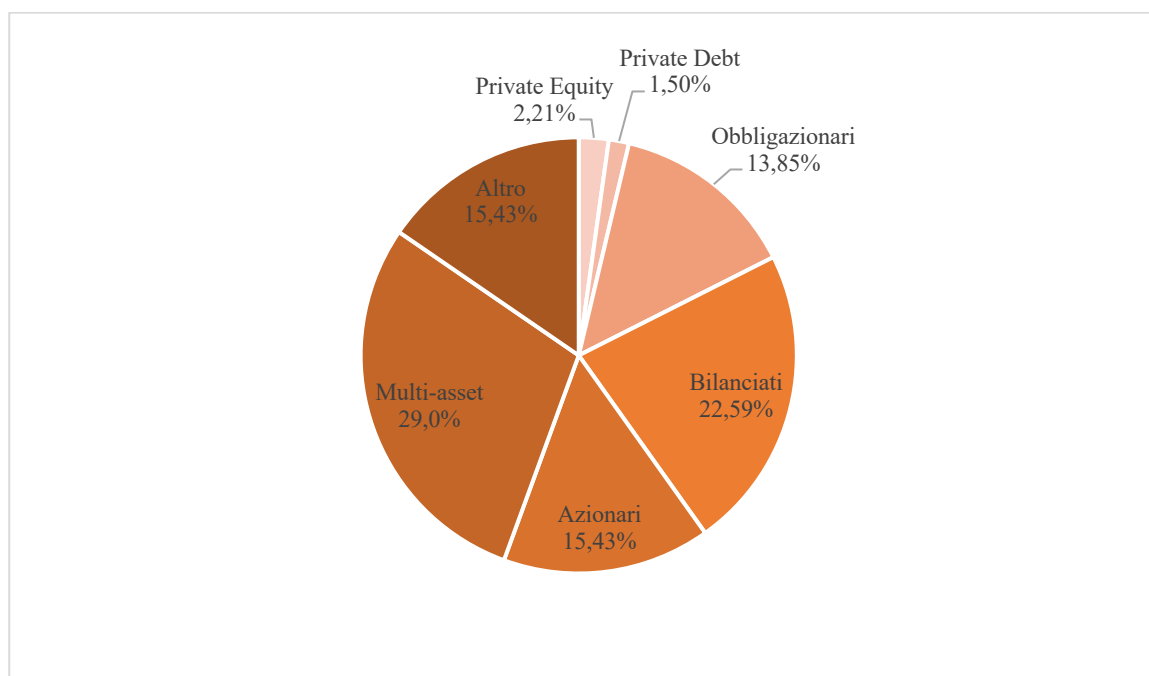
Tabella 8.7 – Primi 5 gestori di ETF

Gestore	Obbligazionari	Azionari	Commodity	Altro	Totale
ISHARES	1.349.793.893	346.345.048	0	0	1.696.138.941
VANGUARD	425.505.708	430.540.571	0	0	856.046.279
AMUNDI	405.913.581	323.747.243	2.641.478	2.247.286	734.549.588
UBS	99.354.474	410.789.510	159.656.399	3.084.771	672.885.154
DWS Investment	319.510.197	81.148.376	0	0	400.658.574

Fondi e veicoli dedicati – Sono 7 le Casse di Previdenza che hanno in portafoglio fondi e veicoli dedicati per un ammontare complessivo pari a circa 5,74 miliardi di euro. Al netto dei fondi costituiti *ad hoc* per la gestione del patrimonio immobiliare, le Casse di Previdenza utilizzano quale strumento del veicolo riservato generalmente SICAV o uno o più comparti di SICAV per gestire principalmente la parte liquida del portafoglio e, in misura minore, una parte degli investimenti in *private markets*.

L'ammontare totale di questo investimento costituisce il 5,29% degli investimenti diretti. La **figura 8.10** evidenzia la ripartizione dei fondi dedicati per categoria: oltre il 29% del totale investito è relativo a **fondi multi-asset** (1,66 miliardi), seguiti dai **bilanciati** con il 22,59% (1,3 miliardi), dagli azionari e dalla categoria “altro”, entrambi al 15,4% (0,88 miliardi), e dagli obbligazionari pari al 13,85% (0,79 miliardi); chiudono il *private equity* (2,21%) e il *private debt* (1,5%). I principali gestori di questa forma di investimento ibrida tra gestione diretta e indiretta risultano UBS (con circa 1,3 miliardi), Eurizon Capital (con 1,1 miliardi), Fondaco (0,777 miliardi) e Quaestio Capital Management (0,775 miliardi).

Figura 8.10 – Fondi e veicoli dedicati per categoria – anno 2024



Investimenti indiretti - Mandati di gestione - Le risorse conferite in gestione tramite mandati ammontano a **14,094 miliardi di euro**, in leggera diminuzione rispetto ai 14,68 miliardi del 2024. Sono solo 4 le Casse che utilizzano i mandati di gestione (CNPR, ENPAB, ENPAM e FASC) per un totale di 25 mandati divisi tra 20 diversi gestori.

Nella **tabella 8.8** sono riportati i primi 5 gestori, che rappresentano circa il 50% del totale delle risorse affidate tramite mandato, con l'indicazione del numero di mandati, gli AUM, la quota percentuale di gestito sul totale e il valore medio del mandato stesso.

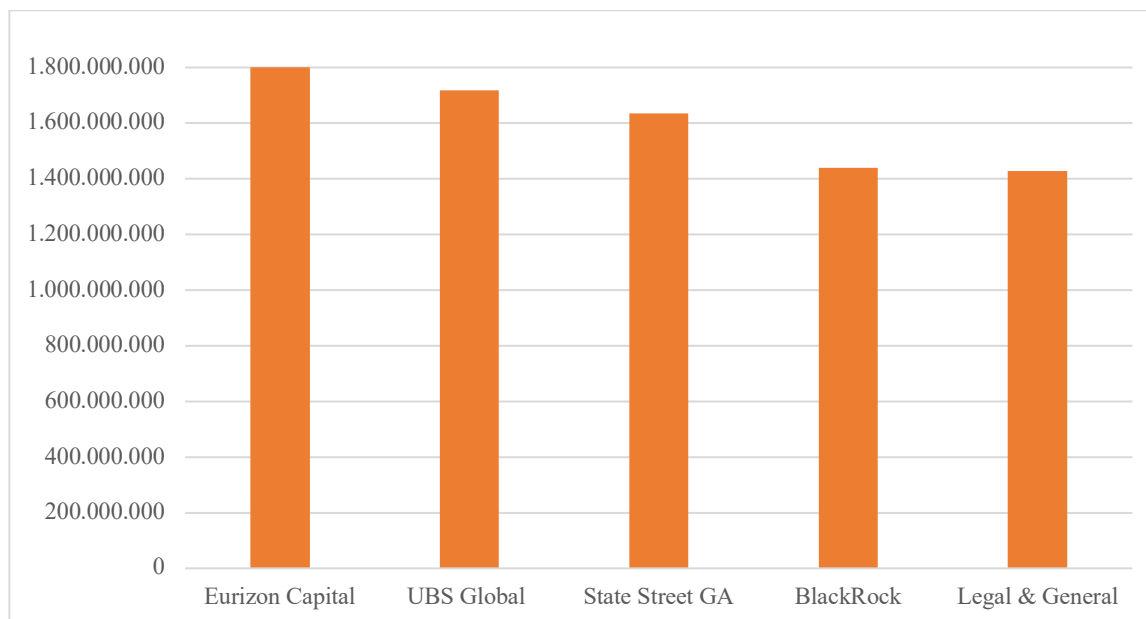
La **classifica 2025 per AUM (figura 8.11)** è leggermente cambiata rispetto a quella del 2024: Eurizon Capital è al primo posto (nel 2024 al quarto); al secondo entra UBS, mentre State Street scende in terza posizione e BlackRock scivola dal primo al quarto posto Blackrock; all'ultimo posto Legal&General (al terzo posto nel 2024).

Quanto al **numero di mandati (figura 8.12)**, Eurizon Capital e Amundi guidano la classifica con 3 mandati. Segue Banca Patrimoni con due mandati. Tutti gli altri hanno un solo mandato. Dividendo il numero totale dei mandati per il totale delle risorse in gestione si ricava che il mandato medio è pari a **563,77 milioni di euro**, un valore molto alto anche se in costante calo, era di 587 milioni nel 2024, 669 milioni del 2023.

Tabella 8.8 - I primi 5 gestori delle Casse dei liberi professionisti per AUM, anno 2025

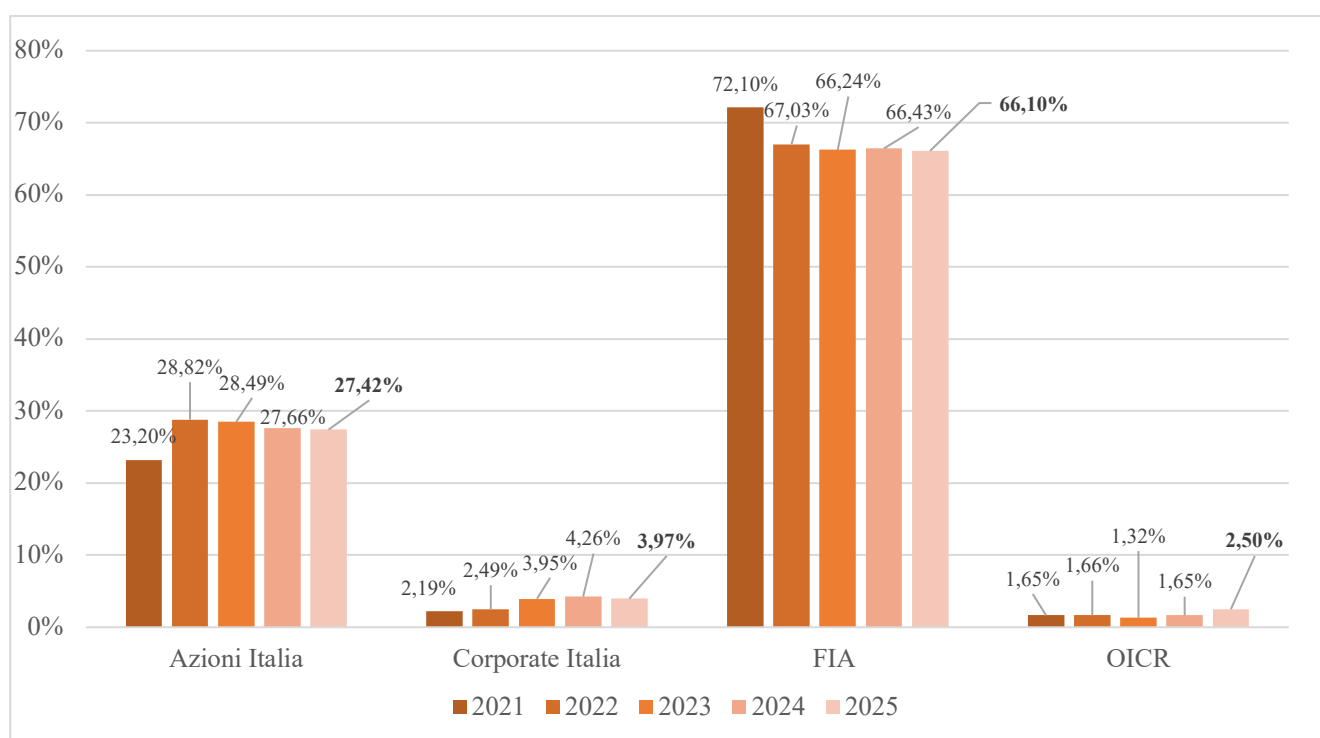
Gestore	N° Mandati	AUM	% Risorse	Mandato medio
Eurizon Capital	3	1.801.155.754	12,78%	600.385.251,3
UBS	1	1.718.103.919	12,19%	859.051.959
State Street	1	1.634.155.269	11,59%	1.483.556.114
BlackRock	1	1.438.363.096	10,21%	1.438.363.096
Legal&General	1	1.427.955.264	10,13%	1.427.955.264

Figura 8.11 - I primi 5 gestori delle Casse dei liberi professionisti per AUM (valori in milioni di euro), anno 2025



Focus investimenti diretti in economia reale domestica: gli impieghi in “*economia reale*” domestica evidenziano quanta parte del risparmio previdenziale e assistenziale è investito per sostenere e sviluppare l’economia italiana, il benessere, l’occupazione e i redditi anche per le stesse categorie di iscritti. Per investimenti in “economia reale” si intende la componente investita in Italia dei Fondi alternativi, quella in Cassa Depositi e Prestiti, le Azioni di società italiane quotate e non quotate, comprese le “quote” di Banca d’Italia, le Obbligazioni *corporate* italiane con *esclusione degli investimenti in titoli di Stato*. Il totale di questi investimenti è di **19,402 miliardi di euro, pari al 17,87% del totale degli investimenti diretti** delle Casse di Previdenza e al **15,82% del totale attivo**. Se a questo totale si aggiungono gli investimenti in titoli di Stato che in modo diverso finanziano l’economia nazionale per un importo pari a più di 15 miliardi, il totale dell’investimento in economia reale sale a 34,55 miliardi di euro, pari al 31,82% degli investimenti diretti e al 28,17% del totale attivo. La **figura 8.13** rappresenta la ripartizione percentuale delle singole voci sul totale degli investimenti in economia “reale” domestica effettuate dalle Casse di Previdenza (al netto dei titoli di Stato) con un confronto degli anni dal 2021 al 2025. I FIA (inclusi anche i fondi dedicati immobiliari che investono prevalentemente in Italia restano) l’*asset class* predominante con il 66,10%. Le azioni continuano proseguono nel trend di riduzione dal 2022 attestandosi al 27,42% (nel 2024 erano 27,66%); le obbligazioni *corporate* registrano una leggera decrescita, arrivando al 3,97% (l’anno precedente erano al 4,26%) e gli OICR, salvo un decremento registrato nel solo 2023, continuano a crescere arrivando a 2,50% (nel 2024 erano 1,65%).

Figura 8.13 - Percentuale degli investimenti in economia “reale” domestica per singolo strumento: confronto anni 2021- 2025



Per concludere l’analisi delle Casse Previdenziali Privatizzate, di seguito una descrizione (per il dettaglio completo si rimanda all’area riservata su sito web) dei soggetti che concorrono alla gestione dei patrimoni delle Casse, cioè banche depositarie e *advisor*.

Per quanto riguarda il **service amministrativo**, a differenza dei fondi pensione, si rileva come l'espletamento delle attività correnti nei confronti degli iscritti siano internalizzate e curate direttamente dalle strutture di questi Enti.

Banca depositaria – Sono 11, per 13 gestioni, le Casse di cui si dispongono informazioni sulla Banca Depositaria: Cassa Forense, INPGI Gestione separata, CNPR, EPPI, ENPAB, ENPAPI, ENPAF, ENPAP, ENPAIA, ENPAIA Agrotecnici, ENPAIA Periti Agrari, FASC. Ciò pur in assenza di un obbligo normativo di dotarsene. Le principali Banche depositarie sono Société Générale Securities Service (che è la più diffusa), BNP Paribas Securities Services, BFF Bank, Banca Popolare di Sondrio e Caceis.

Advisor - Quasi tutte le Casse si sono dotate di un *advisor* che opera principalmente nella consulenza in materia di investimenti e *asset allocation*. I principali sono: LCG Advisory SFC S.p.A, Prometeia Advisor Sim, Mangusta Risk e Nummus per la componente ESG del portafoglio. Aumentano le richieste di supporto in tema di Asset Liability Management – ALM. In alcuni casi gli *advisor* di riferimento e operativi nell'ente sono due, il secondo in genere esclusivamente dedicato al *risk budgeting*.

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

9. I Fondi e le Casse di assistenza sanitaria integrativa

In questo Report analizziamo per tutti gli investitori istituzionali i dati relativi all'anno fiscale 2025; per i **Fondi socio-sanitari** (in seguito FSI), non essendoci ancora l'obbligo di pubblicare i bilanci, la maggioranza non li pubblica e neppure fornisce i dati generali, cosicché l'unica fonte, per quanto limitata in termini di dati, è *l'Anagrafe generale dei fondi sanitari* che opera all'interno del Dipartimento della Programmazione del Ministero della salute, la cui ultima pubblicazione risale al luglio 2024. Si tratta, come ammette lo stesso Ministero, di dati indicativi e di "autodichiarazioni" non verificate, poiché manca ancora una legge quadro e norme sulla vigilanza, tant'è che, unico settore nel panorama del welfare complementare italiano, i fondi sanitari possono anche non pubblicare bilanci o dare solo informazioni molto parziali alla stessa Anagrafe e non si conosce neppure il loro patrimonio di garanzia. L'unico obbligo per i FSI è la comunicazione all'Anagrafe dei dati generali e della percentuale delle spese extra LEA contenuti nei preventivi e, a volte, nei consuntivi ma senza grandi specificazioni, indispensabili per ottenere i benefici fiscali; quale sia la spesa effettiva a consuntivo non è noto o nel migliore dei casi è una autodichiarazione. Inoltre, si continua con l'arcaica prassi della iscrizione annuale all'anagrafe che è discrezionale mentre sarebbe necessario, come per tutti gli altri operatori finanziari, assicurativi e del welfare, un albo di categoria simile a quello dei Fondi Pensione Complementare gestito dalla COVIP. La normativa¹ che regola, seppure in modo non organico, i fondi sociosanitari è riportata in nota; sono operativi anche i due decreti ministeriali emanati dal Governo Draghi attuativi della legge 5 agosto 2022, n. 118 "legge annuale per il mercato e la concorrenza 2021"²: il primo prevede la costituzione e relativa

¹ Le principali norme che regolano i fondi sanitari sono: il D. Lgs 30 dicembre 1992, n. 502 (riforma Amato); la legge 24 dicembre 2007, n. 244 che modificando l'articolo 10 e l'art. 51 del Tuir (DPR 917/1986) prevede la deducibilità dei contributi versati, fino ad un massimo di **euro 3.615,20, ai fondi integrativi del Servizio sanitario nazionale** istituiti o adeguati ai sensi dell'articolo 9 del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 502, e successive modificazioni, che erogano prestazioni negli ambiti di intervento stabiliti con decreto del Ministro della salute, come segue: il DM 31 marzo 2008 (decreto Livia Turco Ministro della Salute) che individua "*le prestazioni sanitarie e socio-sanitarie di prevenzione, cura e riabilitazione e prestazioni di assistenza odontoiatrica non comprese nei livelli essenziali di assistenza nella misura non inferiore al 20 per cento dell'ammontare complessivo delle risorse destinate alla copertura di tutte le prestazioni garantite ai propri assistiti*"; all'art.2 istituisce l'anagrafe dei fondi sanitari "*integrativi del servizio sanitario nazionale nonché' gli enti, casse e società di mutuo soccorso che comunicano annualmente all'anagrafe dei Fondi sanitari la seguente documentazione: a) atto costitutivo; b) regolamento; c) nomenclatore delle prestazioni garantite; d) bilancio preventivo e consuntivo; e) modelli di adesione relativi al singolo iscritto ed eventualmente al nucleo familiare*". Il DM 27 ottobre 2009 (cosiddetto decreto Sacconi Ministro del Lavoro e della Salute per pochi mesi) precisa gli ambiti di applicazione della quota riservata del 20% riassunti in 4 macroaree: «1. *prestazioni sociali a rilevanza sanitaria da garantire alle persone non autosufficienti al fine di favorirne l'autonomia e la permanenza a domicilio*; 2. *prestazioni sanitarie a rilevanza sociale, correlate alla natura del bisogno, da garantire alle persone non autosufficienti in ambito domiciliare*; 3. *prestazioni finalizzate al recupero della salute di soggetti temporaneamente inabilitati da malattia o infortunio*; 4. *prestazioni di assistenza odontoiatrica, compresa la fornitura di protesi dentarie*», stabilisce le modalità di calcolo della «*soglia delle risorse vincolate*», il funzionamento dell'Anagrafe dei fondi, ribadisce l'iscrizione annuale e la documentazione necessaria; ribadisce altresì la funzione sociosanitaria superando di fatto la dicotomia tra Fondi DOC e non DOC senza tuttavia intervenire con una norma quadro, senza prevedere una autorità di vigilanza e senza dotare l'anagrafe di personale e budget. Seguono poi le leggi n.208 del 2015 (art.1, comma 190) che aumentano le agevolazioni fiscali per le aziende che concedono tramite l'erogazione dei cosiddetti "premi di risultato" servizi e prestazioni di welfare aziendale ai dipendenti (asili nido, buoni pasto, assistenza sanitaria integrativa ecc.), e la Legge 232 del 2016 che amplia le somme o i servizi che non concorrono alla determinazione del reddito di lavoro dipendente per assistenza sanitaria e sociale e i servizi di assistenza ai familiari ad anziani o non autosufficienti. Infine, il D. Lgs n.117 del 2017 di Riforma del terzo settore, oltre a qualche legge regionale di F.V. Giulia, Veneto, Trentino-Alto Adige, Lombardia, Emilia-Romagna, Liguria, Piemonte, Abruzzo, Toscana, Lazio, Sardegna.

² La legge annuale per il mercato e la concorrenza 2021" all'articolo 15, comma 1, lettera d), n. 3, ha apportato una modifica all'articolo 9, comma 9, del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 502 stabilendo che: "*al Ministero della Salute è inoltre assegnata la funzione di monitoraggio delle attività svolte dai fondi integrativi del Servizio sanitario*

organizzazione dell'*Osservatorio nazionale permanente dei fondi sanitari integrativi* (Ofsi) che opererà presso la Direzione generale della programmazione sanitaria del Ministero della salute (DM 15 settembre 2022) con “funzioni di studio e ricerca sul complesso delle attività delle forme di assistenza complementare” (ai sensi dell’articolo 9, comma 9, del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 502, come modificato dall’art. 15, comma 1, lettera d) n. 2 della legge 5 agosto 2022, n. 118). Il secondo, l’istituzione e le modalità di funzionamento del *Cruscotto delle prestazioni dei fondi sanitari* con finalità di monitoraggio all’interno della piattaforma del *Nuovo sistema informativo sanitario* (Nsis) e che si è interfacciato con l’attuale *Sistema informativo anagrafe dei fondi sanitari* (Siaf) (DM 30 settembre 2022) a livello sperimentale fino al dicembre 2024; dal 2025 è prevista l’obbligatorietà per i Fondi e le Casse di fornire i dati richiesti salvo l’impossibilità di iscriversi all’Anagrafe dei fondi sanitari e beneficiare dei vantaggi fiscali. Sebbene questi provvedimenti vadano nella direzione giusta di garantire una maggiore trasparenza e disponibilità di dati e informazioni sul settore, la strada da percorrere rimane lunga. Nel corso del 2026 il Governo con il DECRETO-LEGGE 19 febbraio 2026, n. 19, al comma 3 aveva previsto l’obbligo di pubblicazione dei bilanci e assegnava alla COVIP la vigilanza di settore³.

nazionale nonché dagli enti, dalle casse e dalle società di mutuo soccorso aventi esclusivamente fini assistenziali, di cui all'articolo 51, comma 2, lettera a), del testo unico di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917”.

³ **Comma 3 ex DL 19/2026.** La COVIP esercita la vigilanza sui fondi sanitari e sociosanitari integrativi e complementari del Servizio sanitario nazionale, comunque denominati, limitatamente ai profili organizzativi, di governo societario, amministrativi, finanziari, contabili, di trasparenza e di corretto funzionamento, ivi inclusi i tempi, le procedure e le modalità operative di riconoscimento, erogazione e liquidazione delle prestazioni in favore degli iscritti. Restano escluse dalla vigilanza della COVIP le attività relative alla definizione e al contenuto sanitario delle prestazioni, nonché gli aspetti clinici e assistenziali delle medesime, che continuano a essere disciplinati dalla normativa statale e regionale vigente.

4. La vigilanza di cui al comma 3 è esercitata, in particolare, sui seguenti soggetti: a) i fondi sanitari integrativi del Servizio sanitario nazionale, istituiti o adeguati ai sensi dell'articolo 9 del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 502; b) gli enti, casse e società di mutuo soccorso aventi esclusivamente finalità assistenziale, di cui all'articolo 51, comma 2, lettera a), del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, diversi dai fondi di cui alla lettera a) del presente comma; c) le forme di assistenza sanitaria e sociosanitaria integrativa o complementare, comunque istituite, anche di natura contrattuale, collettiva o individuale, purché organizzate in forma stabile, dotate di autonomia gestionale e finalizzate all'erogazione di prestazioni sanitarie, sociosanitarie o di cure di lungo periodo (long term care) in favore di lavoratori dipendenti, autonomi, pensionati e dei relativi familiari. Restano in ogni caso escluse dall'ambito di applicazione del presente comma le imprese di assicurazione e i prodotti assicurativi vigilati ai sensi del codice delle assicurazioni private di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, ferme restando le competenze dell'IVASS.

5. Ai fini dell'esercizio della vigilanza di cui al comma 3, la COVIP: a) tiene l'albo dei fondi sanitari e sociosanitari, disciplinando le modalità di iscrizione, permanenza e cancellazione; b) approva e vigila su statuti, regolamenti, fonti istitutive, modelli organizzativi e sistemi di governo societario; c) esercita il controllo sulla gestione finanziaria, patrimoniale e tecnico-assicurativa, inclusa la verifica della sostenibilità degli impegni assunti e dell'adeguatezza delle riserve tecniche, determinate secondo criteri di proporzionalità e adeguatezza in funzione della natura delle prestazioni erogate e dei rischi effettivamente assunti; d) definisce e vigila sul rispetto delle regole di trasparenza e di informativa agli iscritti, ivi incluse la documentazione precontrattuale e contrattuale, nonché la pubblicazione dei bilanci e dei rendiconti; e) verifica il possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo; f) esercita i poteri ispettivi, di intervento e sanzionatori, nel rispetto dei principi di proporzionalità e gradualità. **6.** La COVIP vigila altresì sul corretto utilizzo delle risorse, sul rispetto delle finalità integrative e complementari rispetto ai livelli essenziali di assistenza, nonché sull'assenza di sovrapposizioni, distorsioni o utilizzi impropri rispetto al perimetro del Servizio sanitario nazionale. **7.** Con regolamento della COVIP, da adottare, sentiti il Ministero della salute e il Ministero dell'economia e delle finanze, entro il 28 febbraio 2027, sono definiti: a) i criteri di classificazione delle diverse tipologie di fondi sanitari e sociosanitari;

b) i requisiti patrimoniali, di solvibilità e di riserva tecnica, anche in funzione della natura delle prestazioni erogate; c) gli schemi standard di bilancio, rendiconto e informativa agli iscritti; d) le modalità di collaborazione, anche mediante scambio di informazioni, con il Ministero della salute, l'Agenzia delle entrate e le altre amministrazioni competenti.

8. Resta ferma l'alta vigilanza del Ministero della salute sul settore della sanità integrativa e sociosanitaria. A tale Ministero della salute competono le funzioni di indirizzo generale, il monitoraggio dell'integrazione con il Servizio sanitario nazionale e la verifica della coerenza delle prestazioni erogate con i principi di universalità, equità e solidarietà

La norma governativa ha trovato l'opposizione di tutti i soggetti che gestiscono i FSI tant'è che il Parlamento l'ha cassato totalmente. Con la volontà di tutelare i circa 17 milioni di iscritti che ad oggi non hanno alcuna informazione su quanto avviene nei loro FSI, ***nonostante siano obbligati ad iscriversi*** a differenza dei fondi pensione e di tutte le altre forme finanziarie e assicurative che sono ad adesione volontaria, il Governo ha fatto passare la seguente norma che obbliga in modo cogente, dall'esercizio 2026, la pubblicazione dei bilanci⁴. Pertanto, a partire dai primi di aprile del 2027, avremo finalmente i dati effettivi di sistema; occorrerà certamente che Ministeri (Salute, Mise) e COVIP collaborino insieme almeno in questa prima fase.

Sulla base dei dati forniti dall'Anagrafe relativi all'anno fiscale 2022, (elaborato nel 2023 e pubblicati nel luglio 2024), che, come dalla stessa specificato, *“si basano esclusivamente sulle autodichiarazioni fornite dai fondi sanitari nel software “Sistema Informativo Anagrafe Fondi Sanitari (SLAF)” all'atto*

del sistema sanitario pubblico. Restano ferme le competenze delle regioni e delle province autonome, nel rispetto del principio di leale collaborazione e mediante forme di coordinamento informativo tra le amministrazioni competenti.

9. Il finanziamento della COVIP per l'esercizio delle funzioni di vigilanza di cui al comma 3 è integrato mediante il versamento annuale, da parte dei soggetti vigilati, di un contributo di vigilanza determinato dalla COVIP. Il contributo è definito nel rispetto dei criteri di proporzionalità e gradualità ed è fissato in misura non superiore allo 0,2 per mille del totale delle risorse destinate alle prestazioni, come risultanti dal bilancio di esercizio di ciascun soggetto. Ai fini del calcolo, le risorse destinate alle prestazioni comprendono sia le prestazioni rientranti nei livelli essenziali di assistenza sia le prestazioni integrative o complementari ai livelli essenziali di assistenza. **10.** Con regolamento adottato dalla COVIP sono stabilite le modalità di determinazione, riscossione e versamento del contributo di cui al comma 9. **11.** Le modalità e i termini di prima applicazione delle disposizioni del presente articolo, inclusi l'adeguamento degli statuti, dei modelli di governo societario, dei sistemi contabili e l'iscrizione all'albo, sono disciplinati dal regolamento di cui al comma 7, assicurando un'applicazione graduale e proporzionata.

⁴ «3. Nelle more della riforma organica della materia e ferme restando le attribuzioni e le attività, anche in materia di vigilanza, previste a legislazione vigente, i fondi sanitari e sociosanitari integrativi e complementari del Servizio sanitario nazionale di cui al comma 5 provvedono a redigere e a pubblicare nel proprio sito internet istituzionale, entro tre mesi dalla chiusura dell'esercizio, nonché a trasmettere, nel medesimo termine, alle amministrazioni competenti ai sensi della normativa vigente ai fini della vigilanza, i propri bilanci e le relative relazioni, ivi comprese quelle degli organi di controllo comunque denominati. Il bilancio e la relativa documentazione sono considerati quali comunicazioni sociali agli effetti di cui agli articoli 2621, 2621-bis, primo comma, e 2621-ter del Codice civile. **4.** I bilanci e le relazioni di cui al comma 3 sono coerenti, esaurienti e correttamente presentati e forniscono un quadro fedele delle attività, delle passività e della situazione finanziaria, ivi compresa un'informativa sugli investimenti significativi, indicando in particolare, fermo restando quanto previsto dalla normativa vigente: a) il numero degli iscritti e dei beneficiari; b) l'ammontare complessivo dei contributi versati dagli aderenti e dai datori di lavoro o comunque delle entrate di natura contributiva; c) l'ammontare delle prestazioni erogate, distinte per natura e tipologia; d) il rapporto tra contributi versati e prestazioni erogate; e) l'ammontare del patrimonio complessivo del fondo; f) il rapporto tra il patrimonio e le prestazioni erogate; g) i costi di gestione sostenuti nell'esercizio; h) con particolare riferimento ai casi di gestione diretta di risorse suscettibili di investimento, se e in quale misura, nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio, siano stati presi in considerazione fattori ambientali, sociali e di governo societario. **5.** Le disposizioni dei commi 3 e 4 si applicano, restando in ogni caso esclusi le imprese di assicurazione e i prodotti assicurativi vigilati ai sensi del codice delle assicurazioni private, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, ai fondi sanitari e sociosanitari integrativi e complementari del Servizio sanitario nazionale, comunque denominati, e, in particolare: a) ai fondi sanitari integrativi del Servizio sanitario nazionale, istituiti o adeguati ai sensi dell'articolo 9 del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 502; b) agli enti, alle casse e alle società di mutuo soccorso aventi esclusivamente finalità assistenziale, di cui all'articolo 51, comma 2, lettera a), del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, diversi dai fondi di cui alla lettera a) del presente comma; c) alle forme di assistenza sanitaria e sociosanitaria integrativa o complementare, comunque istituite, anche di natura contrattuale, collettiva o individuale, purché organizzate in forma stabile, dotate di autonomia gestionale e finalizzate all'erogazione di prestazioni sanitarie, sociosanitarie o di cure di lungo periodo (long term care) in favore di lavoratori dipendenti, lavoratori autonomi, pensionati e dei relativi familiari. **6.** Gli adempimenti di cui ai commi 3 e 4 sono svolti nel rispetto della normativa vigente, anche in materia di protezione e trattamento dei dati personali. **7.** L'inosservanza delle disposizioni di cui ai commi 3 e 4 comporta l'impossibilità dell'iscrizione, del rinnovo o comunque della permanenza nell'anagrafe istituita ai sensi dell'articolo 9, comma 9, del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 502, nonché della fruizione delle agevolazioni, anche fiscali, comunque denominate, previste a legislazione vigente. **8. Le disposizioni dei commi da 3 a 7 si applicano dall'esercizio successivo a quello in corso al 31 dicembre 2025»**

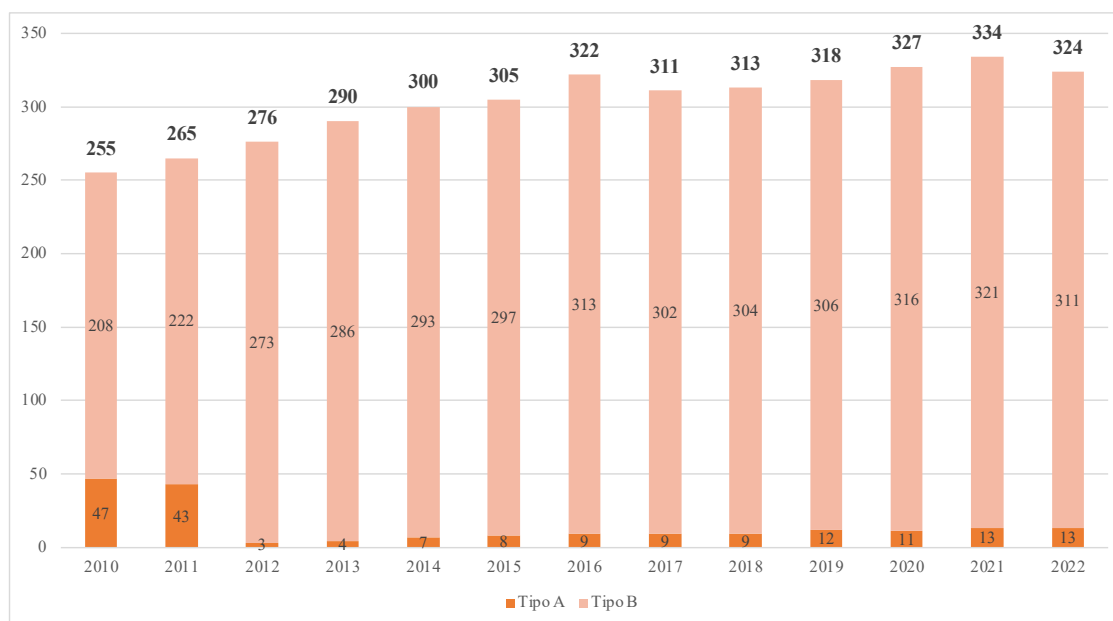
della richiesta di iscrizione” e dalle nostre proiezioni relative all’anno fiscale 2024, analizziamo di seguito la dimensione e i numeri principali dei fondi sociosanitari.

Numero di fondi attestati – Il numero di fondi sanitari integrativi attestati è pari a 324 Fondi, 10 in meno rispetto a quelli dichiarati nel 2021, il che, considerando un aumento dei fondi di natura contrattuale, potrebbe indicare che per un numero imprecisato di fondi l’attestazione non viene richiesta ogni anno. Dei 324 soggetti attestati, **311**, pari al **96%**, sono Casse ex art. 51 TUIR e Società di Mutuo Soccorso (cosiddetti Fondi tipo B), mentre i restanti **13**, pari al **4%**, sono “Fondi integrativi del Servizio sanitario nazionale” istituiti ai sensi dell’art. 9 del D.lgs. 502/92 (Fondi tipo A)⁵. *Di fronte a questi numeri è evidente, nonostante gli intendimenti delle riforme Bindi e Turco, che lavoratori e imprese prediligono i fondi sociosanitari di tipologia B, operativi sia sui Lea (i servizi di gran lunga preferiti dagli iscritti per migliorare le liste d’attesa e la scelta del medico o della struttura sanitaria) sia sugli extra Lea, integrandosi bene con il SSN; i fautori, purtroppo ancora presenti, di una sanità integrativa che operi solo su ciò che è troppo oneroso per il SSN o soltanto sulle prestazioni extra Lea dovrebbe trarne le conseguenze in termini normativi e di agevolazioni fiscali. Alla luce della attuale situazione, come afferma nel suo parere Sabino Cassese, si può affermare che non ha più senso mantenere questa divisione tra le due tipologie di fondi (tabella 9.1). Sulla base di precedenti dati diffusi dal Ministero della Salute, la forma giuridica preferita dai fondi sanitari è l’associazione non riconosciuta a norma dell’articolo 36 del codice civile senza personalità giuridica, scelta dal 79,7% dei soggetti operativi; il 16,5% ha assunto la configurazione di Società di Mutuo Soccorso, enti senza fini di lucro che perseguono finalità di interesse generale sulla base del principio costituzionale di sussidiarietà attraverso l’esclusivo svolgimento in favore dei soci e dei loro familiari conviventi (legge 15 aprile 1886, n. 3818) di attività sociosanitarie; possono ottenere la personalità giuridica e possono diventare Enti del Terzo Settore (ETS) come Associazioni o come Associazioni di Promozione Sociale, ottenendo le agevolazioni generali mantenendo però le agevolazioni per le Società di Mutuo Soccorso; il 2,2% sono associazioni riconosciute a norma dell’articolo 12 e seguenti del codice civile mentre solo l’1,6% ha assunto la forma della Fondazione (articolo 14 e seguenti del codice civile) potendo diventare ETS.*

Rispetto al 2010, una delle prime rilevazioni ufficiali del Ministero, il numero di fondi attestato è passato dai 267 del 2010 e dai 255 del 2011 agli attuali 324 con un picco di 334 nel 2022 e 322 nel 2017 (figura 9.1).

⁵ I Fondi sanitari di tipo B, i cosiddetti fondi non DOC, comprendono tutte le forme sociosanitarie compresi i fondi cosiddetti contrattuali cui possono aderire i lavoratori e i familiari di ciascuna categoria (per questo sono anche definiti “fondi chiusi” e forniscono prestazioni, attività e servizi *sostitutivi, integrativi e complementari al SSN* e rappresentano il 96% delle forme iscritte all’anagrafe e la stragrande parte di iscritti oltre il 96%; i Fondi sanitari integrativi cosiddetti “DOC”, introdotti dal decreto 229/99, erogano solo prestazioni integrative al SSN (per gran parte prestazioni odontoiatriche) e rimborsano prestazioni già ricomprese nei LEA ma per la sola quota a carico dell’assistito. Sono “aperti” a tutti i cittadini, che però debbono utilizzare strutture accreditate per l’erogazione delle prestazioni. La legge sul “terzo settore” inquadra i Fondi e le Società di Mutuo Soccorso, tra le organizzazioni non profit e data la loro natura tipicamente mutualistica si possono ormai definire “sociosanitari” in virtù delle prestazioni relative alla soglia delle risorse vincolate.

Figura 9.1 – Evoluzione del numero di fondi attestati presso l’Anagrafe Min. Salute per gli anni fiscali dal 2010 al 2022



Ammontare delle prestazioni: l’ammontare generale delle prestazioni sanitarie erogate nel 2022 è pari a **3,24 miliardi** di euro (+5% rispetto al 2021), di cui 1,069 milioni (32,97%) destinati esclusivamente all’erogazione di prestazioni extra-LEA (*tabella 9.1*). La crescita delle prestazioni è stata lineare nel tempo passando dai 1,614 miliardi dell’anno fiscale 2010 agli attuali 3,24 miliardi con un rallentamento tra il 2017 e il 2018 e tra il 2020/21 a causa della pandemia, segnando un incremento complessivo di periodo del 100,9%; nello stesso periodo le prestazioni extra Lea sono aumentate del 117,4%. Il Rapporto tra le prestazioni Lea e quelle extra Lea si è mantenuto pressoché costante in tutto il periodo di osservazione pur tenendo conto che i valori delle prestazioni extra Lea, indispensabili per l’ottenimento del beneficio fiscale, derivano da “autodichiarazioni” non verificate a consuntivo, il che può sottendere anche forme di elusione fiscale.

Tabella 9.1 – Dati Anagrafe Fondi sanitari, Ministero della Salute: numero fondi, iscritti e ammontare delle prestazioni totali ed extra lea

Numero fondi attestati all’Anagrafe dei Fondi Sanitari, iscritti e ammontare generale								
Anno di attestazione	Anno fiscale	Fondi attestati	Tipo A	Tipo B	Totale iscritti	Ammontare generale	Ammontare parziale (20%) *	Ammontare parziale/ ammontare generale
2011	2010	255	47	208	3.312.474	1.614.346.536	491.930.591	30,47%
2012	2011	265	43	222	5.146.633	1.740.979.656	536.486.403	30,82%
2013	2012	276	3	273	5.831.943	1.913.519.375	603.220.611	31,52%
2014	2013	290	4	286	6.914.401	2.111.781.242	690.943.897	32,72%
2015	2014	300	7	293	7.493.824	2.159.885.997	682.525.987	31,60%
2016	2015	305	8	297	9.154.492	2.243.458.570	695.336.328	30,99%
2017	2016	322	9	313	10.616.405	2.329.791.397	755.068.420	32,41%
2018	2017	311	9	302	12.572.906	2.372.099.622	755.357.621	31,84%
2019	2018	313	9	304	14.099.180	2.719.486.779	877.427.824	32,26%
2020	2019	318	12	306	14.715.200	2.828.696.190	927.820.736	32,80%
2021	2020	327	11	316	16.012.199	2.783.464.997	929.880.609	33,41%
2022	2021	334	13	321	15.270.648	3.086.053.227	1.017.864.548	32,98%
2023	2022	324	13	311	16.272.852	3.243.378.706	1.069.353.184	32,97%

Fonte: Anagrafe dei Fondi Sanitari, Ministero della Salute. *Ammontare delle prestazioni extra LEA che devono essere per legge almeno pari al 20% delle prestazioni totali; le percentuali sono relative alle comunicazioni indicate nel preventivo, il consuntivo non è verificato.

Per quanto riguarda i fondi non doc (tipologia B), l'importo delle spese extra Lea è per il 67% per prestazioni odontoiatriche (713 milioni), per il 17% per prestazioni finalizzate al recupero della salute (185,2 milioni) e per il restante 16% (circa 170 milioni) per prestazioni sociosanitarie a rilevanza sociale e sociali a rilevanza sanitaria; percentuali pressoché simili per gli ultimi anni. Per i fondi di tipo A (Doc) oltre il 99% è per le prestazioni odontoiatriche mentre le altre due tipologie, la spesa è di circa l'1% (0,43% per le prestazioni finalizzate al recupero della salute e 0,01% per prestazioni sociosanitarie a rilevanza sociale e sociali a rilevanza sanitaria; queste ultime erano pari allo 0,99% nel 2021 e 0,26% nel 2020). In totale i fondi Doc nel 2022 hanno erogato prestazioni totali pari a 1.163.289 (meno dello 0,01% rispetto al totale delle prestazioni) contro un massimo degli ultimi 10 anni di 3.571.973 raggiunto nell'anno fiscale 2020 praticamente relativi alle sole prestazioni odontoiatriche.

Secondo le nostre stime, a fine 2025 l'ammontare totale delle prestazioni potrebbe attestarsi intorno ai **4,5 miliardi**, destinati ad incrementarsi molto nei prossimi anni soprattutto se aumenteranno gli attuali modesti livelli di contribuzione. Nel 2024 la spesa complessiva intermediata dai FSI e dalle forme sanitarie e assicurazioni è valutata in circa 6,82 miliardi dei quali 2,9 miliardi circa per le polizze sanitarie assicurative, cifre modeste se si considera che la spesa OOP cioè la privata di tasca propria dei cittadini, per la salute è valutata in circa 45,5 miliardi. Permangono le anomalie fiscali (**deducibilità** fino a 3.615,20 euro l'anno, in gran parte non utilizzata per i fondi contrattuali e bassa **detraibilità** pari al 19% di 1.300 euro l'anno per le altre categorie di lavoratori non contrattualizzati o autonomi)⁶.

Contribuzioni, prestazioni e patrimonio: l'Anagrafe del Ministero della Salute non riporta alcuna informazione in merito alle **entrate contributive** versate dagli iscritti alle differenti forme sociosanitarie, alle uscite per **prestazioni**, ai **costi di funzionamento** e alle **riserve tecniche** complessive per ogni singolo fondo e neppure il **patrimonio complessivo del sistema fondi** che cerchiamo di stimare, in base alla nostra indagine sui bilanci. Indica solo **“il totale delle risorse dichiarate dai fondi sanitari integrativi per prestazioni LEA e integrative rispetto ai LEA erogate dai soli soggetti che si sono “attestati”** e che hanno fornito i dati al Ministero, quindi con un'alta probabilità di sottostima. Questi dati risultano di fondamentale importanza per valutare lo stato di salute del sistema ed è auspicabile che con l'utilizzo della piattaforma del *Nuovo sistema informativo sanitario* e soprattutto con l'obbligo di pubblicazione dei bilanci, vengano evidenziati.

Numero di iscritti: nel 2022 gli iscritti totali sono 16.272.852, in aumento del 6,56% rispetto al 2021 e di circa 5 volte rispetto ai 3,312 milioni del 2011. I fondi di tipo A associano 23.564 iscritti mentre i fondi di tipo B 16.249.288; già questa enorme differenza dovrebbe giustificare l'eliminazione delle due tipologie di fondi, unificandole. Il totale iscritti è così ripartito: 13.436.172 lavoratori attivi; 2.320.156 familiari a carico dei lavoratori e 516.524 pensionati.⁷ Si tratta di un numero di iscritti molto importante se si pensa che in 30 anni circa gli aderenti alla previdenza complementare sono oltre 9 milioni, di cui però solo 7 milioni circa contribuiscono effettivamente. (**tabella 9.1**). Per il 2025 gli iscritti totali potrebbero raggiungere i 18 milioni.

⁶ Dati ricavati dal 13° Rapporto sul Bilancio del sistema previdenziale italiano 2026, realizzato dal CSR Itinerari Previdenziali e scaricabile dal sito www.itinerariprevidenziali.it

⁷ Nel 2016 l'ultima ripartizione degli iscritti comunicata dall'Anagrafe indicava che su un totale generale di 10.616.847 di iscritti, 6.680.504 erano lavoratori dipendenti (62,9%); 1.074.038 lavoratori autonomi (10,11%), 2.160.917 familiari a carico di cui 251.955 relativi ai lavoratori autonomi; 527.716 pensionati e 173.672 familiari di pensionati.

9.1 I risultati gestionali e patrimoniali del campione analizzato

In mancanza di dati ufficiali da parte delle strutture pubbliche relative alle contribuzioni che affluiscono ogni anno alle “forme sanitarie”, al rapporto contributi/prestazioni, al patrimonio e alle modalità di investimento dello stesso nonché alle riserve tecniche necessarie, abbiamo individuato un ***campione*** che comprende ***le principali forme sociosanitarie***, abbastanza stabile negli anni di analisi, composto da **51 operatori** tra Fondi e Casse sanitarie operanti per singola impresa o gruppo di aziende, per categoria di lavoratori o per comparti a seguito della contrattazione nazionale e le principali Società di Mutuo Soccorso (***tabella 9.2***). Ai soggetti elencati in ***tabella 9.2***, al fine di ottenere qualche indicazione in più, è stato inviato un ***miniquestionario*** per la fornitura dei dati macro: ***iscritti, contributi incassati, prestazioni, patrimonio investito e mix di investimenti***; per i restanti fondi sociosanitari ⁸ che non hanno risposto al questionario (circa il 30%) i dati sono stati ricavati mediante stime e rilevazione diretta dai siti web dei fondi sociosanitari e delle parti istitutive attraverso l’analisi dei bilanci, bilanci sociali, pubblicazioni e contratti di categoria che li regolano, utilizzando anche i numeri dei nostri Data Base storici.

Tabella 9.2 – I principali fondi sociosanitari e società di mutuo soccorso che costituiscono il campione analizzato

<i>I principali Fondi e Casse Sanitarie e SMS</i>		
ANIA - Dipendenti Settore Assicurativo - LTC	Coopersalute - Dipendenti Imprese Distribuzione Cooperativa	Fondo FIA - Impiegati Agricoli
ASDEP - Dipendenti degli Enti Pubblici (INPS, INAIL, ex INPDAP, ACI)	COOPERAZIONE SALUTE SMS ETS	Fondo Sanitario Integrativo Dipendenti Intesa Sanpaolo
ASIM - Esercenti servizi di pulizia, servizi integrati/multiservizi	EBM Salute - Settore metalmeccanico PMI	Insieme Salute - Società Mutuo Soccorso
ASSIDA - Dirigenti Aziende Gruppo Telecom	EMAPI - Ente Mutua Assistenza Professionisti Italiani	Luxottica Cassa Solidarietà
ASSIDAI - Dirigenti e Quadri Aziende Industriali	ENFEA - Tessile, Chimico, Unimatica	MBA Mutua
ASSILT - Lavoratori Aziende Gruppo Telecom	Ente Mutuo Regionale - Imprenditori e Professionisti iscritti Confcommercio della Lombardia	MètaSalute - Dipendenti Settore Metalmeccanico
CADGI - Dipendenti Gruppo IBM	FAS - Fondo sanitario Banco Popolare	Poste Vita Fondo
CADIPROF - Lavoratori Studi Professionali	FASCHIM - Lavoratori Chimica, Lubrificanti e gpl, Minerario e Coibenti	QuAS - Quadri
CAMPA - Società Mutuo Soccorso Professionisti, Artisti e Lavoratori Autonomi	FASDA - Dipendenti dei Servizi Ambientali	San.Arti. - Lavoratori Artigianato
CASAGIT - Giornalisti	FASDAC - Dirigenti Aziende Commerciali	SANEDIL - Lavoratori delle imprese edili e affini
CASDIC - Dipendenti Settore Credito - LTC	FASI - Dirigenti di Aziende Produttrici di Beni e Servizi	SANI IN VENETO - Lavoratori delle imprese artigiane del Veneto
CASPIE - Dipendenti Enti Bancari e Finanziari, Industria, Commercio e Istituzioni Pubbliche	FASIE - Dipendenti Energia e Petrolio	Sanimoda - Lavoratori industria Moda
Caspop e CMA - Casse sanitarie Banco Popolare e Banca Popolare di Milano	FASIF - Dipendenti dei Gruppi FCA e CNH Industrial	Sanimpresa - Lavoratori Dipendenti ed Autonomi e/o i Titolari di Piccole Imprese Regione Lazio
Cassa Galeno - Medici e Odontoiatri	FISDE - Dipendenti Gruppo ENEL	Sanifond Trentino
Cassa Mutua Nazionale - Personale Banche di Credito Cooperativo	FISDE - Dipendenti Gruppo ENI	Sanifond Alto Adige
Cassa Sanitaria BNL - Personale Società Gruppi BNL e BNP Paribas	Fondo Altea - Dipendenti Lapidei, Legno, Laterizi e Manufatti, Cemento e Maniglie	UNLC.A. - Cassa assistenza sanitaria personale UniCredit
Società Nazionale di Mutuo Soccorso Cesare Pozzo	Fondo Est - Dipendenti Commercio, Turismo e Servizi	WILA - Welfare Integrativo Lombardo Artigianato

⁸ Una parte molto ampia dei fondi sociosanitari integrativi non pubblica il bilancio e spesso i dati generali non sono consultabili neppure sui siti internet e quando vengono pubblicati spesso sono incompleti. La maggior parte non comunica l’entità delle contribuzioni, prestazioni, il patrimonio e le riserve tecniche e al mix di investimenti. Anche le risposte alla nostra indagine conoscitiva, quando pervenute, sono state spesso incomplete.

Se rapportiamo i dati del nostro campione così calcolati con quelli ufficiali del Ministero della Salute (tabella 9.1), il nostro campione rappresenta per importo delle prestazioni totali erogate il **91,2% dell'intero sistema sanitario integrativo** composto dalle **324** forme di assistenza sociosanitaria integrativa; per numero di iscritti il **78,3%** del totale di sistema.

A partire da questi valori è stata elaborata la **tabella 9.2.1** in cui sono riportati per gli anni 2024 e 2025 i dati relativi al **numero degli iscritti, alle entrate contributive e alle uscite per prestazioni** delle **51** Casse, Fondi e SMS che costituiscono il nostro **campione**. Come accade da anni, anche per il 2025 sul 2024 gli iscritti aumentano del 7,6% (+7,02% nel 2024 sul 2023), crescono anche i contributi del 5,04% ma aumentano di più le prestazioni che segnano un + 7,71%. In particolare:

Gli iscritti totali per l'anno 2025 del nostro campione di **51 operatori** dei quali siamo riusciti a ottenere dati o sono state possibili stime attendibili, sono **12.724.781** rispetto agli 11.826.521 del 2024 con un aumento sull'anno precedente del 7,6% e rappresentano, come detto, il **78,3%** degli iscritti totali al sistema fondi sanitari iscritti all'Anagrafe del Ministero della Salute (era il 68,37% nel 2024).

Tabella 9.2.1 - Fondi e Casse sanitarie: iscritti, contributi e prestazioni, anni 2024-2025

<i>Andamenti del campione analizzato (51 fondi sanitari)</i>								
Iscritti/ assicurati	Contributi (mln di €)	Prestazioni (mln di €)	Iscritti/ assicurati	Contributi (mln di €)	Prestazioni (mln di €)	Incremento % 2024-2025		
2024*			2025					
11.826.521	3.072,18	2.738,37	12.724.781	3.227,04	2.949,41	7,60%	5,04%	7,71%
* Il dato del 2024 differisce da quanto pubblicato nel precedente Report per modifiche al campione analizzato								

Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali su dati del campione

Le entrate totali del nostro campione provenienti da contribuzioni degli iscritti, delle persone a carico e dei datori di lavoro sono per il 2025 pari a **3,227 miliardi di euro** rispetto ai 3,072 miliardi **del 2024** e ai 3,002 del 2023 con un incremento di 154,86 milioni (133 milioni rispetto al 2023) pari al + 5,04% (+4,41% 2024/23). In mancanza del dato complessivo dei 324 fondi iscritti all'anagrafe, non è possibile calcolare quanto vale il nostro campione su totale ma potremmo essere intorno all'80%.

Le prestazioni totali del campione per il 2025 sono ammontate a **2,949 miliardi** (2,783 miliardi nel 2024 e 2,601 nel 2023) con un aumento di 211 miliardi rispetto ai 182 milioni del 2024, pari al +7,71% (7,02% 2024/23); le prestazioni del campione valgono il 91,2% dell'intero sistema censito dall'Anagrafe.

Il contributo medio annuo pro capite ricavato dal nostro campione per il 2025 è di **253,6 €** rispetto ai 259,7 dello scorso anno (contribuzioni lavoratore, persona a carico e azienda), leggermente più alto rispetto ai 247 euro del 2022; ovviamente i Fondi sanitari con maggiore anzianità e quelli rivolti a quadri, dirigenti e professionisti come Assida, Assidai, Fasdac, Fasi hanno contribuzioni medie pro capite anche superiori ai 1.000/2.000 € l'anno e correlano il contributo all'età dell'iscritto anche se in molti fondi contrattuali la quota di partecipazione è ancora non diversificata e dipende dalla tipologia di prestazioni e dal nomenclatore o dalla modalità di adesione: lavoratore, familiare a carico, pensionato oppure dalla forma di adesione volontaria o collettiva. Nei fondi intermedi la contribuzione varia tra i 400 e i 900 € mentre i fondi contrattuali sono intorno ai 170/200 €. Il contributo medi dei fondi autogestiti è più del doppio dei fondi assicurati.

La prestazione media annua pro capite per i 51 operatori del campione è pari a 231 euro contro i 220 euro del 2023, i 210 euro del 2022, con grandi differenze tra fondi in funzione delle tipologie di prestazioni e dal nomenclatore e in linea con quanto detto per la contribuzione media.

Sempre considerando il nostro campione, il contributo medio è maggiore per i fondi autoassicurati rispetto ai fondi assicurati⁹; questi ultimi, oltre ad avere differenti nomenclatori, sono spesso ad adesione collettiva contrattuale. La prestazione media del campione dei fondi autoassicurati o autogestiti è pari a 407,02 euro l'anno contro i 171,85 euro dei fondi assicurati.

Il rapporto prestazioni/contributi: per il 2025, la prestazione media rilevata ***dal nostro campione*** è pari al 91,4% ***delle entrate contributive*** (era l'88,78% nel 2024; 86,6% nel 2023), un valore in crescita ogni anno e che indica un utilizzo delle prestazioni dei fondi da parte degli iscritti ormai al limite considerando i costi d'esercizio e la mancanza di una quota per la copertura dei costi amministrativi e gestionale che invece è prevista per i fondi pensione. All'interno del campione i fondi totalmente assicurati hanno un rapporto più sfavorevole per gli iscritti con prestazioni molto inferiori ai contributi; al contrario i fondi ormai a regime e quelli autoassicurati, presentano livelli molto alti e a volte le prestazioni sono pari o superiori alle contribuzioni dell'anno il che pone seri problemi di sostenibilità considerando che per una gran parte di fondi le contribuzioni sono ancora troppo modeste per rendere efficiente la sanità integrativa sia per gli assicurati sia per la sanità pubblica.

Il saldo tra contributi e prestazioni dei 51 fondi del campione è positivo ed è pari per il 2025 a 277,6 milioni contro i 352 milioni di euro del 2024 e i 402 milioni di euro del 2023. Una parte di questi saldi vanno a coprire i costi di esercizio e di assicurazione e in parte, ancora troppo modesta, a patrimonio.

I primi 10 fondi per iscritti, contribuzioni e prestazioni: Sempre sulla base dei dati del nostro campione, abbiamo realizzato una triplice classifica per numero di iscritti, per contributi versati e per prestazioni erogate.

1) Per **numero di iscritti** la classifica per le prime 5 posizioni è la stessa del 2024 con **Fondo Est**, la forma che associa lavoratori e datori di lavoro delle imprese commerciali e di servizi aderenti a Confcommercio, che rappresenta il 18,08% del nostro campione e il 14,14% degli iscritti totali all'Anagrafe; segue **MetaSalute**, la forma sanitaria dei metalmeccanici ed **Emapi** che associa gli iscritti alle Casse privatizzate dei liberi professionisti; al quarto e quinto posto si confermano **Sanedil** che iscrive i lavoratori del settore edile e **Sanarti** (artigiani); al 6° posto si classifica ASIM che iscrive il settore dei servizi di pulizia e ambientali, seguita al 7° posto da Cadiprof (studi dei liberi professionisti). MBA, la maggiore Società di Mutuo Soccorso, retrocede dal 6° all'8° posto; completano la classifica Cooperazione salute e il Fasi (dirigenti d'azienda). Questi primi 5 operatori, valgono il 51,51% del nostro campione con 6,56 milioni di associati e il **40%** del totale iscritti all'Anagrafe.

2) Per le **contribuzioni** la classifica per le prime 6 posizioni resta immutata: al primo posto si colloca il FASI (il fondo che assicura i dirigenti delle aziende industriali) con 464,84 milioni, seguito da Fondo Est (368,29 milioni) mentre al terzo posto ritroviamo MetaSalute con 248,72 milioni; seguono al quarto e quinto posto il Fondo sanitario del Gruppo Intesa. Sanpaolo e il Fasdac, il fondo dei dirigenti delle aziende commerciali e di servizi. I primi 6 operatori rappresentano il **48,81%** circa del

⁹ I fondi assicurati coprono il rischio sanitario degli iscritti in tutto o in gran parte attraverso convenzioni assicurative mentre i fondi autoassicurati coprono i rischi con mezzi propri (esempio le SMS).

nostro campione. Al 6° posto si conferma Asim mentre Assidai passa dall'8° posizione al 7° posto che era occupato da Casdic che scende in 8° posizione seguita da Casagit e Caspie che subentra a Unicredit che lo scorso anno aveva conquistato la 10° posizione. Dal 2024 sono usciti dalla top ten MBA mutua e Sanarti.

3) Per *le prestazioni erogate*, la classifica dei fondi sanitari resta uguale per le prime 5 posizioni a quella dello scorso anno e, simile a quella delle contribuzioni; al 6° posto si classifica Casdic, al 7° Assidai che guadagna una posizione, all'8° sale ASIM che guadagna 2 posizioni mentre Unicredit passa dal sesto al 9° e Sanarti retrocede al 10° posto. I primi 5 operatori valgono il **48,59%** del nostro campione, equivalente a 1,43 miliardi di euro pari al **44,28%** del totale evidenziato dalla Anagrafe.

Tabella 9.3 – Classifiche delle prime 10 casse e fondi per: iscritti, contributi e prestazioni

Denominazione Fondo - Cassa sanitaria e SMS	Numero di Iscritti 2025	% su totale campione	Denominazione Fondo - Cassa sanitaria e SMS	Contributi (mln di €) 2025	% su totale campione	Denominazione Fondo - Cassa sanitaria e SMS	Prestazioni (mln di €) 2025	% su totale campione
FONDO EST	2.301.803	18,08%	FASI	€ 464,84	14,37%	FASI	€ 453,22	15,33%
METASALUTE	1.498.216	11,77%	FONDO EST	€ 368,29	11,38%	FONDO EST	€ 313,05	10,59%
EMAPI	1.320.000	10,37%	METASALUTE	€ 248,72	7,69%	Intesa SanPaolo Fondo Sanitario	€ 270,88	9,16%
SANEDIL	739.000	5,80%	Intesa SanPaolo Fondo Sanitario	€ 239,24	7,39%	METASALUTE	€ 235,36	7,96%
SANARTI	700.000	5,50%	FASDAC	€ 158,00	4,88%	FASDAC	€ 164,20	5,55%
ASIM servizi pulizia e integrati	580.000	4,55%	ASIM servizi pulizia e integrati	€ 100,00	3,09%	CASDIC sanità + LTC bancari	€ 89,65	3,03%
CADIPROF	442.196	3,47%	ASSIDAI	€ 93,37	2,89%	ASSIDAI	€ 88,28	2,99%
MBA Mutua	410.000	3,22%	CASDIC sanità + LTC bancari	€ 90,41	2,79%	ASIM servizi pulizia e integrati (b-c) *	€ 85,00	2,87%
COOPERAZIONE SALUTE SMS ETS (MUTUA)	400.938	3,15%	CASAGIT	€ 86,00	2,66%	UNICREDIT (Unica)	€ 83,38	2,82%
FASI	310.446	2,44%	CASPIE	€ 83,00	2,57%	SANARTI	€ 77,02	2,60%

Il patrimonio investito – L'analisi che segue, come per gli altri investitori istituzionali analizzati nel presente Report, riguarda il solo *patrimonio investito* (e più specificamente, le immobilizzazioni finanziarie, le attività finanziarie, le disponibilità liquide e le partecipazioni in altre società o immobiliari) che è diverso dal *“totale attivo”* che ricomprende ratei, risconti, crediti, ecc. Anche il Patrimonio e le modalità di investimento non sono forniti né dall'Anagrafe né dagli stessi fondi e quindi fare una stima del *patrimonio investito* delle Casse e Fondi sanitari integrativi è abbastanza complesso. Per quanto riguarda il nostro campione di 51 operatori si evidenzia un patrimonio di **4,15 miliardi di euro** contro i 3,914 miliardi del 2024, i **3,497** miliardi del 2023 e i 3,249 del 2022 con un aumento rispetto allo scorso anno del 6,02% e rispetto al 2022 del 27,7%. Considerando che il nostro campione vale il 91,2% dell'intero sistema sanitario integrativo per importo delle prestazioni erogate e il 78,3% per numero di iscritti totali, possiamo stimare che il patrimonio rilevato sia pari a circa l'80% del totale dei fondi censiti dall'Anagrafe che, a fine 2025 dovrebbe ammontare a circa **5,19 miliardi** rispetto ai **4,95 miliardi** del 2023 e ai 4,70 del 2022 investiti in strumenti mobiliari ed immobiliari. Sono escluse da questa valorizzazione gli immobilizzi materiali e immateriali (programmi informatici, sedi, strumentazioni, device, ratei e risconti e altro).

Il patrimonio medio per iscritto del nostro campione è quindi pari a **326,13 €** in linea con i valori degli scorsi anni mentre quello stimato per il complesso dei fondi sociosanitari censiti è di 318.93 €.

Il rapporto tra spesa totale per prestazioni e patrimonio relativo al nostro campione è pari al **71,12%**, perfettamente identico a quello dello scorso anno; quindi, teoricamente, il patrimonio copre oltre un anno di prestazioni anche se si tratta di un dato medio con notevolissime oscillazioni che vanno da fondi con un patrimonio che copre pochissimi mesi e altri, soprattutto quelli di nuova istituzione, con notevoli margini.

La **figura 9.2** evidenzia una classifica per patrimoni.

Figura 9.2 - Le forme sanitarie per patrimonio investito

Classifica fondi per patrimonio in milioni di euro	
Oltre 300 milioni di €	
FONDO EST FASI SANARTI	
Tra 101 e 300 milioni di €	
INTESA SANPAOLO FASDAC METASALUTE QUAS	ANIA LTC FASCHIM FISDE ENEL
Tra 20 e 100 milioni di €	
ASIM ASSIDAI ASSILT CADIPROF CASAGIT CASDIC CASPIE CASSA MUTUA BCC CESARE POZZO ETS COOPERAZIONE SALUTE EBM	ENTE MUTUO REGIONALE FASIE FASIF FCA FISDE - ENI POSTE VITA SANEDIL SANIMODA SANIMPRESA SANIFON TRENINO UNICREDIT EMAPI

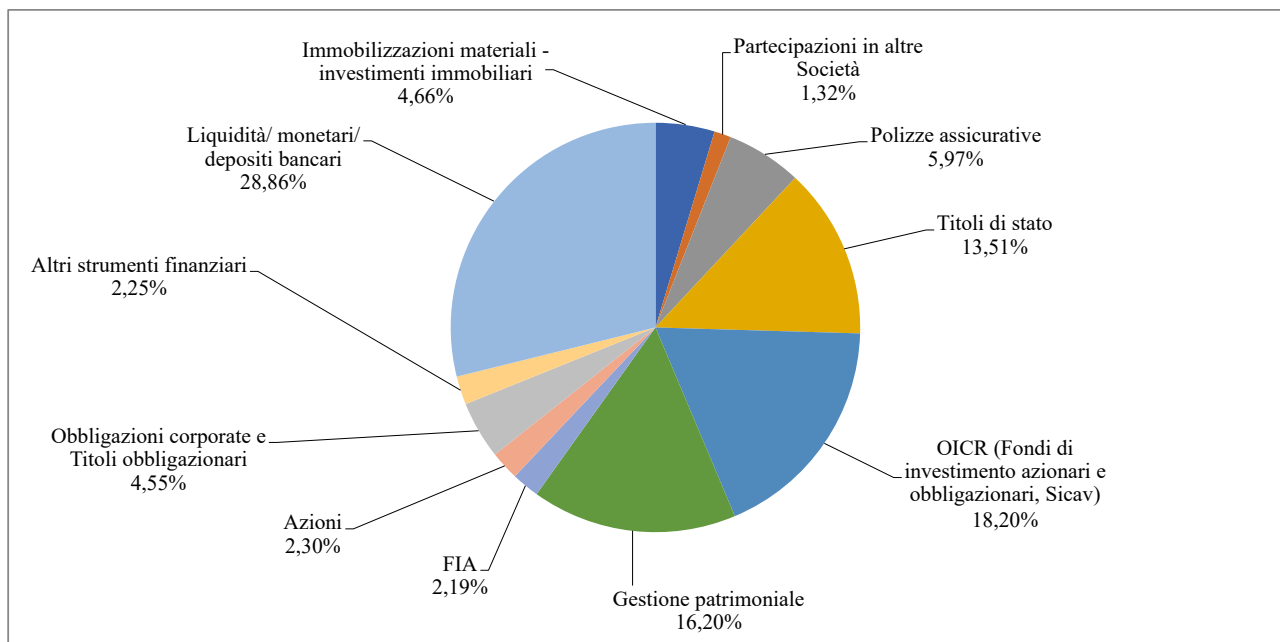
Considerando che molti fondi sociosanitari non pubblicano ne comunicano i loro dati patrimoniali, la classifica è stata realizzata sulla base dei dati disponibili o ricostruibili ed evidenzia le forme sanitarie che hanno i maggiori patrimoni, suddivisi in tre classi: oltre i 300 milioni di patrimonio investito, tra 101 e 300 e tra 20 e 100 milioni. Oltre i 300 milioni di patrimonio troviamo ancora Fondo Est seguito da Fasi e Sanarti con Intesa Sanpaolo leggermente sotto la soglia. Tra i 101 e 300 milioni troviamo 7 fondi; tra 20 e 100 milioni si classificano 22 fondi mentre gli altri 19 operatori del nostro campione hanno patrimoni sotto i 20 milioni.

La gestione finanziaria del patrimonio – La maggior parte dei Fondi sociosanitari del nostro campione gestisce il proprio patrimonio direttamente (**gestione diretta**) tramite acquisto di titoli obbligazionari, azionari, ETF, sottoscrizione di quote di OICR, SICAV e polizze di assicurazioni; alcuni dei fondi con maggiori disponibilità impiegano una parte del loro patrimonio affidandolo a gestori terzi (**gestione indiretta**) tramite delega per gestioni patrimoniali e mandati; inizia a diffondersi anche tra le forme sociosanitarie l'acquisto di fondi alternativi (FIA) per lo più immobiliari, *private equity* e *private debt*.

La **figura 9.3** evidenzia il mix di investimenti dei fondi socio-sanitari rilevati sul **nostro campione** per il 2025. Il 16,2% (era il 19,31% nel 2024 e il 17,65% nel 2023) è in **gestione indiretta** affidata a gestori tramite mandati o gestioni patrimoniali mentre il restante **83,8%** è **gestito direttamente**. Nel

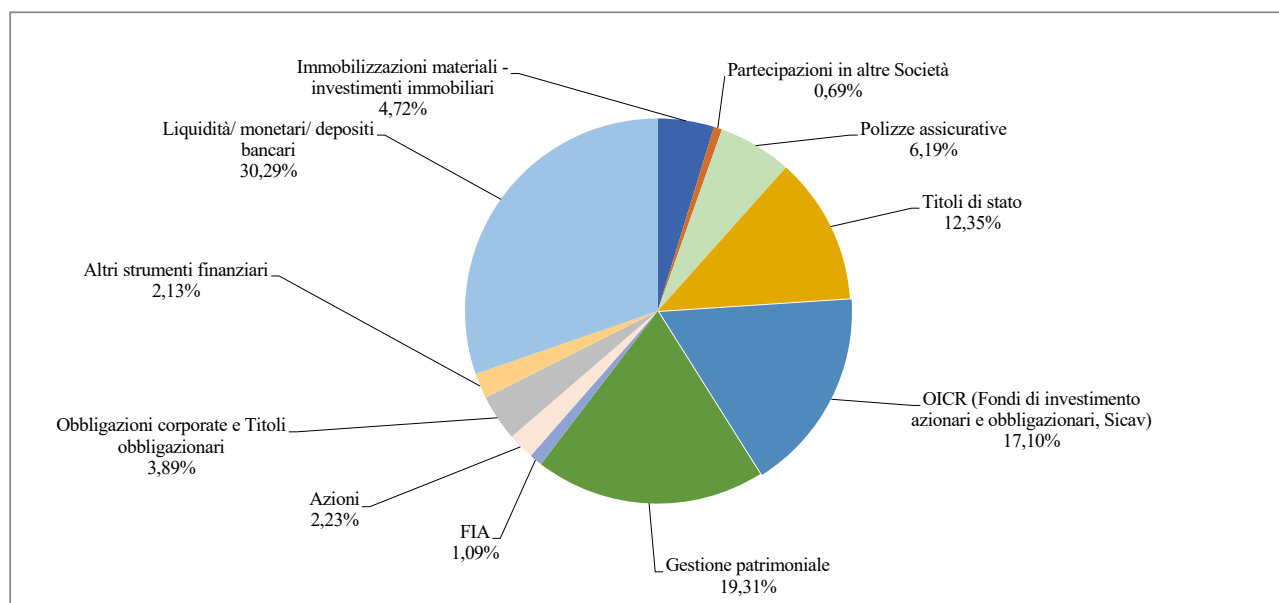
2025 si riduce di oltre 2 punti la quota in **liquidità** (conti correnti, depositi bancari o postali e investimenti a breve termine in fondi monetari o di liquidità); aumenta la quota di investimenti in OICR al 18,2% rispetto al 13,25% del 2023 al 17,10% dello scorso anno, mentre la quota impegnata in Titoli di Stato rappresenta il 13,51%, seguita dalle polizze di ramo 1° e 5°, in calo rispetto agli anni precedenti con il 5,97%. Di rilievo anche gli investimenti diretti in azioni e titoli *corporate* (2,3% e 4,55% rispettivamente). Gli alternativi rappresentano ancora una quota modesta pari al 2,19% ma in crescita rispetto allo 0,87% del 2023 e all'1,09 dello scorso anno. La **figura 9.3.1** rappresenta la distribuzione % del patrimonio investito per *asset class* nel 2024.

Figura 9.3 – Distribuzione % del patrimonio investito per *asset class* nel 2025 relativo al nostro campione



Il mix di investimenti rilevato dal campione è certamente coerente con le attività specifiche dei Fondi sanitari che hanno impegni verso gli iscritti nell'anno e poco più per cui almeno le principali riserve devono essere disponibili e liquidabili in tempi strettissimi soprattutto per i numerosi fondi di modeste dimensioni patrimoniali mentre quelli medio grandi presentano una gestione più diversificata con investimenti di medio lungo periodo delle riserve oltre che in azioni anche in fondi alternativi.

Figura 9.3.1 – Distribuzione % del patrimonio investito per asset class nel 2024 relativo al nostro campione



Conclusioni – Le prime provvisorie conclusioni che scaturiscono dall’esame dei dati raccolti si possono così sintetizzare: **a)** nonostante gli iscritti abbiano superato i 16,5 milioni quindi molto più degli aderenti ai fondi pensione e ai sottoscrittori di fondi di investimento e polizze assicurative, il settore *rimane opaco*, privo di un minimo di doverosa comunicazione e senza una vigilanza; e questo è un problema etico e sociale di non poco conto; **b)** le *prestazioni* sono, come prevedibile, molto cresciute in questi anni tanto da portare il *rapporto contributi su prestazioni* molto vicino al valore di pareggio; anzi, in alcuni casi le prestazioni sono state addirittura maggiori dei contributi e quindi diventa più che necessario monitorare il fenomeno; **c)** il *patrimonio* di funzionamento e i fondi di riserva per molti fondi sanitari sono inesistenti, soprattutto per quelli assicurati mentre per garanzia di tutti occorrerebbe avere un patrimonio di riserva pari a **1,5-2 annualità**, come richiesto ai principali operatori di mercato (Solvency per le assicurazioni, funding ratio per i fondi e Basilea per le Banche) anche per poter fronteggiare con margini di sicurezza situazioni sanitarie impreviste quali quella recente del COVID-19; **d)** considerando l’invecchiamento della popolazione, sarebbe più che opportuno, vista l’obbligatorietà di adesione non prevista invece per i fondi pensione, l’inserimento della LTC obbligatoria nella forma a *vita intera* per tutti gli iscritti; ciò garantirebbe sia ai lavoratori sia alle persone a carico, con un costo modesto peraltro totalmente deducibile (meno di 100 euro l’anno tra lavoratore e datore che aumenterebbe di oltre 10 volte per adesioni alla LTC in forma individuale), una sicurezza per la non autosufficienza che certamente aumenterà all’invecchiare della popolazione e che potrebbe raddoppiare o addirittura triplicare gli importi delle pensioni private e pubbliche all’insorgere della non autosufficienza. Ovviamente, pur nella diversità degli obiettivi, sarebbe auspicabile per ridurre i costi di esercizio (visto che manca la quota associativa annuale che dovrebbe coprire i costi gestionali), una collaborazione sinergica con i Fondi pensione della medesima categoria (anagrafiche, servizi generali, amministrazione, informatica e gestione delle risorse). Infine, non è da escludersi anche un incremento degli investimenti in RSA, strutture operative, call center, telemedicina, fornitura di device che sono alla base della *Longevity Economy*.

Nota metodologica

Il campione analizzato - Il Report analizza tutti i Fondi Pensione Negoziali (33 nel 2025), tutte le Casse dei Liberi Professionisti, i principali Fondi Pensione Preesistenti (37 fondi che rappresentano il 93% del patrimonio complessivo e il 96% degli iscritti) e le maggiori Fondazioni di origine Bancaria (32 su 84, che rappresentano l'88,7% del totale attivo).

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

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

Il principio di riclassificazione utilizzato per distinguere un investimento indiretto affidato in gestione da un investimento diretto è la differente modalità giuridica di gestione delle risorse di natura individuale o collettiva: un investimento è definito **indiretto** se la gestione delle risorse è di natura "individuale", realizzata *ad hoc* per il committente per cui alla base del rapporto tra l'Ente e la società di gestione del risparmio vi è uno specifico **mandato di gestione** che definisce le linee guida cui attenersi per investire le risorse affidate ed eventualmente il *benchmark*, il *target*, il *budget* di rischio; al contrario, si tratta di investimento **diretto** se la gestione è di natura "collettiva", nel senso che la società, nell'effettuare le proprie scelte di investimento, non dipende direttamente dalle indicazioni fornite da un singolo Ente (è il caso, ad esempio, dell'acquisto diretto di quote di OICR – Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio o di un FIA e così via).

Possono, tuttavia, riscontrarsi **casi "ibridi"** di **strumenti d'investimento collettivo del risparmio** (fondi comuni d'investimento o SICAV) **costituiti *ad hoc* per uno o più Enti** che, dal punto di vista giuridico, sembrano non porre alcun dubbio circa la classificazione come investimenti diretti ma che dal punto di vista sostanziale potrebbero essere considerati investimenti indiretti per via dell'individualità della proposta finanziaria. Nel presente Report tali casi vengono qualificati come ***investimenti diretti***, in quanto manca un vero e proprio mandato di gestione e anche in ragione della diversa applicazione dei principi contabili che ne conseguono; infatti in questo ultimo caso vengono riportati solo i valori iniziali (acquisto) e finali dell'investimento nell'OICR dedicato mentre nel caso del mandato, l'ente o l'investitore istituzionale è tenuto sulla base dei principi contabili a riportare nella propria rendicontazione di gestione tutti i movimenti effettuati dal gestore (acquisti, vendite, stacco cedola, dividendi, ecc.).

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

Le piattaforme - In questi ultimi anni si assiste alla diffusione di piattaforme di investimento realizzate per uno o più enti. Questi soggetti spesso si pongono come selettori di società di gestione, scelte per la loro specializzazione. In merito all'eventualità che le società di gestione di queste "piattaforme" deleghino (in tutto o in parte) la gestione delle risorse ad altri gestori professionali si procede come segue: l'AUM (*Asset Under Management*) viene attribuito alla società che ha costituito la "piattaforma"; tuttavia, se si dispone del dettaglio relativo agli eventuali sub gestori ne verrà data apposita indicazione nel testo e, in particolare, nelle note alle classifiche dei gestori "diretti".

Economia reale - Nel Report per **economia reale domestica** si intendono tutti gli investimenti in titoli di debito o di capitale effettuati direttamente (acquisti diretti o tramite Organismi di investimento collettivo come sopra specificato) o indirettamente tramite mandati di gestione o piattaforme realizzate per un singolo ente o più enti. Sono esclusi gli investimenti in titoli di Stato italiani e gli immobili a uso strumentale del singolo ente (come, ad esempio, la sede). Sono ricompresi gli investimenti immobiliari indiretti (tramite fondi immobiliari) realizzati sul territorio nazionale.