

# MIDTERM REPORT 15

Gli investimenti alternativi nei  
portafogli degli investitori di welfare

I risultati del quarto Osservatorio Mefop

A cura di Maria Dilozenzo e Antonello Motroni



COLLANA DI PUBBLICAZIONI STATISTICHE MEFOP

**GLI INVESTIMENTI ALTERNATIVI NEI PORTAFOGLI  
DEGLI INVESTITORI DI WELFARE - I RISULTATI DEL  
QUARTO OSSERVATORIO MEFOP**

A cura di Maria Dilozenzo e Antonello Motroni - Mefop



# SOMMARIO

■	<b>SOMMARIO</b>	i
■	<b>INDICE DELLE FIGURE</b>	ii
■	<b>INDICE DELLE TABELLE</b>	iii
■	<b>CAPITOLO I</b> L'Osservatorio: obiettivi e principali evidenze	9
■	<b>CAPITOLO 2</b> Gli enti che non investono in alternativi	12
■	<b>CAPITOLO 3</b> Gli enti che investono in alternativi	15
■	<b>CAPITOLO 4</b> Focus geo-settoriale e sostenibilità degli investimenti alternativi	18
■	<b>CAPITOLO 5</b> Le modalità di investimento	21
■	<b>CAPITOLO 6</b> I risultati finanziari e le prospettive di crescita	24

## INDICE DELLE FIGURE

■	<b>CAPITOLO 1</b>	
	Fig. 1.1 - Al momento detiene investimenti alternativi in portafoglio? Confronto 2020-2021-2022-2023	11
■	<b>CAPITOLO 2</b>	
	Fig. 2.1 - Quale di queste affermazioni rispecchia gli orientamenti futuri dell'ente?	13
	Fig. 2.2 - L'ente ha messo in atto qualche azione a copertura del rischio inflazione?	14
■	<b>CAPITOLO 3</b>	
	Fig. 3.1 - Distribuzione dei comparti dei fondi pensione che detengono investimenti alternativi	16
■	<b>CAPITOLO 4</b>	
	Fig. 4.1 - Focus geografico e settoriale	18
	Fig. 4.2 - Focus geografico negli investimenti alternativi	18
	Fig. 4.3 - Considerazione dei fattori di sostenibilità nella scelta degli investimenti alternativi (2020-2023)	19
	Fig. 4.4 - Criteri utilizzati per la selezione degli investimenti/fondi	20
■	<b>CAPITOLO 5</b>	
	Fig. 5.1 - Le modalità di investimento in alternativi	21
	Fig. 5.2 - Le modalità di investimento dei fondi pensione	22
	Fig. 5.3 - Principali motivazioni della scelta di investire autonomamente	23
■	<b>CAPITOLO 6</b>	
	Fig. 6.1 - Coerenza tra aspettative e realtà: la redditività degli investimenti	24
	Fig. 6.2 - Modifiche all'esposizione in alternativi nei prossimi 12 mesi (autunno 2023 - autunno 2024)	24

## INDICE DELLE TABELLE

■	<b>CAPITOLO I</b>	
	Tab. 1.1 - I partecipanti all'Osservatorio	9
■	<b>CAPITOLO 2</b>	
	Tab. 2.1 - Le ragioni del mancato investimento in alternativi	12
■	<b>CAPITOLO 3</b>	
	Tab. 3.1 - Per quali ragioni detiene investimenti alternativi?	15
	Tab. 3.2 - Il patrimonio degli enti che detengono alternativi	17





## L'OSSERVATORIO: OBIETTIVI E PRINCIPALI EVIDENZE

Mefop ha condotto la quarta edizione dell'Osservatorio sugli investimenti alternativi nei portafogli di casse di previdenza, fondi pensione e fondi sanitari. Lo studio evidenzia le dinamiche in atto e i cambiamenti nell'attitudine degli investitori del welfare verso le classi di attivo non tradizionali e, inoltre, misura la rilevanza di tali asset nei portafogli.

La tabella 1.1 riporta i dati sulla partecipazione all'Osservatorio: hanno preso parte all'iniziativa 79 fondi pensione (7 in più rispetto alla terza edizione), 19 casse di previdenza (due nuovi enti rispetto alla passata edizione, di fatto tutte le casse di previdenza hanno partecipato all'iniziativa) e 14 fondi sanitari (2 in più rispetto alla scorsa rilevazione), per un totale di 112 enti e un patrimonio considerato pari ad oltre 234 miliardi di euro; nel complesso, rispetto al 2022 la partecipazione si è accresciuta di undici unità<sup>1</sup>. Benché i partecipanti varino nel tempo, si ha evidenza del fatto che oltre la metà ha preso parte a tutte e quattro le edizioni (56%); la ricerca può quindi consentire di riflettere sui comportamenti degli enti anche in chiave temporale.

Tabella 1.1 - *I partecipanti all'Osservatorio*

TIPO DI ENTE	NUMERO	PATRIMONIO (MLN DI €, 12/2022)
Casse	19	103.416,00
Fondi pensione	79	130.310,73
<i>di cui Fondi negoziali</i>	33	61.100,91
<i>di cui Fondi aperti</i>	15	16.128,44
<i>di cui Fondi preesistenti</i>	31	53.081,39
Fondi sanitari	14	470,69
Totale	112	234.197,42

Le interviste sono state somministrate in modalità Cawi (Computer assisted web interview) nel periodo settembre-dicembre 2023 e hanno

<sup>1</sup> Per quanto riguarda i fondi negoziali la partecipazione è cresciuta di due unità e per la prima volta si è registrata la partecipazione di tutti i soggetti coinvolti. Per quanto riguarda i fondi aperti oltre a non aver registrato defezioni rispetto al 2022, due nuovi prodotti hanno contribuito alla ricerca. Per quanto riguarda i fondi preesistenti si è registrata la partecipazione di quattro nuovi soggetti ma al contempo è venuta meno una partecipazione (si tratta di un soggetto che è stato oggetto di fusione, il fondo incorporante ha comunque partecipato alla rilevazione e si può quindi affermare che, nei fatti, gli attivi del fondo incorporato sono stati considerati dall'indagine). Per quanto riguarda le casse di previdenza si è registrata la partecipazione di due nuovi enti, unitamente al mantenimento dei precedenti partecipanti. Da ultimo, per quanto riguarda i fondi sanitari si è registrata una defezione rispetto al 2022 ma al contempo tre nuovi soggetti hanno partecipato alla rilevazione. Per quanto riguarda la partecipazione alle precedenti edizioni si rimanda, rispettivamente, ai MidTerm Report n. 11, n. 12 e n. 13.

avuto ad oggetto gli investimenti alternativi liquidi e illiquidi. Inoltre, in continuità con la terza edizione, si è continuato ad analizzare l'impatto delle tendenze inflazionistiche innescate dalla ripresa post pandemica e dal conflitto russo-ucraino e si è analizzato l'impatto delle scelte di sostenibilità.

La categoria degli investitori del welfare rappresenta un insieme eterogeneo di enti, ciascuno dei quali si caratterizza per specifiche finalità istituzionali oltreché per contesti normativi, regolamentari e fiscali profondamente differenziati. Anche l'assetto del mercato di riferimento muta profondamente, poiché nel caso della previdenza complementare e della sanità integrativa è improntato alla competitività tra enti di derivazione contrattuale e soggetti di natura commerciale; le casse, di contro, operano in regime di «monopolio» rispetto alla categoria professionale di riferimento, erogando per lo più prestazioni di previdenza obbligatoria. Tale disomogeneità ha avuto come conseguenza lo sviluppo di percorsi evolutivi diversificati, con assetti di governo, strutture organizzative e modelli d'investimento peculiari.

All'interno delle casse di previdenza sono presenti enti con varie finalità istituzionali, la più importante delle quali consiste nell'erogazione delle prestazioni pensionistiche di base. La copertura della passività pensionistica che, per definizione, è una obbligazione di lungo periodo, ben si concilia con il ricorso agli investimenti alternativi. Le casse di previdenza, inoltre, non dispongono né di una disciplina settoriale sui limiti agli investimenti, né di regole relative ai modelli d'investimento; ciò ha comportato una maggiore libertà di manovra nella definizione delle strategie finanziarie<sup>2</sup>. Giova infine ricordare che tali enti hanno per un lungo periodo allocato le loro risorse in investimenti immobiliari. L'insieme di tali fattori ha fatto sì che le casse di previdenza maturassero negli anni una solida esperienza nei confronti degli asset non tradizionali, prevedendo strutture di governo e controllo dei processi d'investimento adeguati.

Tra i fondi sanitari possono distinguersi due modalità di gestione: assicurata e autoassicurata. I fondi a gestione assicurata trasferiscono il rischio ad un soggetto terzo, tipicamente una compagnia di assicurazione, conferendole la totalità delle risorse raccolte; tali fondi per natura tendono a non accumulare ingenti patrimoni da investire nei mercati. I fondi a gestione autoassicurata, al contrario, allocano le risorse al pari degli altri investitori istituzionali. L'assenza di una normativa settoriale consente di amministrare le risorse direttamente o per il tramite di un gestore finanziario anche se, nella sostanza, si fonda sull'investimento a breve della liquidità, sia per le risorse dell'anno in corso, sia per quelle accantonate negli anni precedenti. Negli ultimi anni, soprattutto con

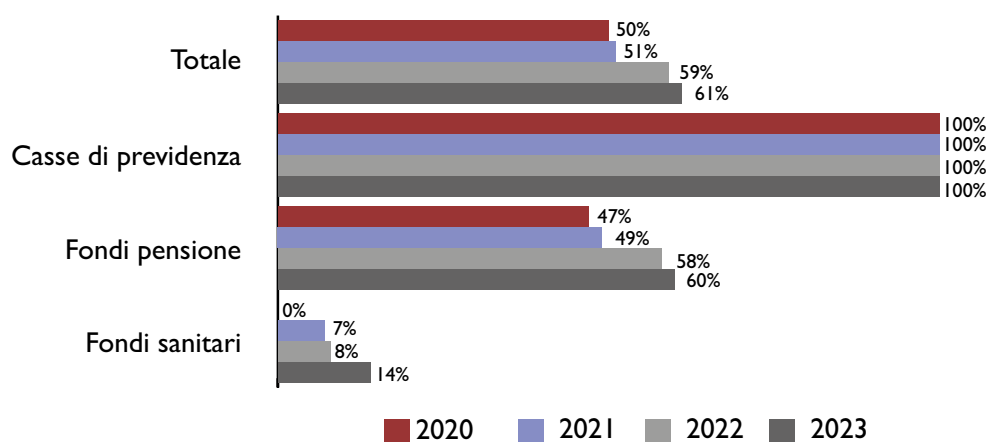
<sup>2</sup> Al momento di chiudere il rapporto non è ancora stato emanato il d.m. recante norme di indirizzo in materia di investimento delle risorse finanziarie delle casse di previdenza, così come previsto dall'art. 1, comma 311 della legge n. 197 del 29 dicembre 2022.

riferimento ai premi destinati alla copertura delle prestazioni Ltc, si è avviata una riflessione in merito all’allocazione degli investimenti e, in particolare, alla quota di patrimonio investibile nel medio-lungo periodo con un’apertura maggiore agli investimenti nell’economia reale e, data la peculiarità del settore, mission related.

La realtà dei fondi pensione si differenzia profondamente da quella delle casse e dei fondi sanitari, dovendo investire gli attivi secondo le indicazioni del d.lgs. 252/2005 e del d.m. 166/2014. L’istituzione delle funzioni di risk management e revisione interna, unitamente agli sforzi compiuti in passato per conformarsi alle previsioni della delibera Covip del 16 marzo 2012, hanno rafforzato i presidi di controllo della politica d’investimento, adeguandoli alle complessità derivanti dall’allocazione in alternativi.

L’Osservatorio dà conto di una crescita significativa degli enti che hanno dichiarato di detenere alternativi: essi sono passati dal 50% nel 2020 al 61% nel 2023 (+11 P.P.). Tale aumento si deve essenzialmente a quanto è avvenuto nei fondi pensione, tra i quali la percentuale che ha dichiarato di investire in alternativi è passata dal 47% del 2020 al 60% del 2023 (+13 P.P.). Per le casse di previdenza l’allocazione in asset alternativi rappresenta una prassi consolidata: tutti e 19 gli enti partecipanti ricorrono a investimenti non tradizionali. L’interesse da parte dei fondi sanitari si mantiene contenuto.

Figura 1.1 - Al momento detiene investimenti alternativi in portafoglio? Confronto 2020-2021-2022-2023



## GLI ENTI CHE NON INVESTONO IN ALTERNATIVI

Gli enti che non detengono alternativi addebitano tale scelta principalmente alla ridotta dimensione patrimoniale (34% nel caso dei fondi pensione e 33% nel caso dei fondi sanitari). Per quanto riguarda gli schemi di previdenza complementare, ulteriori causali del mancato investimento sono rappresentate dall'illiquidità (25%) e dalla constatazione che le asset class tradizionali consentono di diversificare adeguatamente il portafoglio (19%), motivazione coerente con l'addotta esiguità del patrimonio.

Volgendo l'attenzione ai fondi sanitari altri elementi di rilievo significativi per giustificare il mancato investimento sono rappresentati dall'incoerenza con la finalità istituzionale (33%), dall'assunzione che la diversificazione degli investimenti è già adeguata senza ricorrere agli alternativi e dalla mancanza di un sistema di controlli adatto alle complessità di tali investimenti (25% in entrambi i casi). Marginali i riferimenti ai regimi commissionali troppo elevati, alla scarsa trasparenza e all'inadeguatezza del profilo di rischio/rendimento.

Tabella 2.1 - *Le ragioni del mancato investimento in alternativi\**

	FONDI PENSIONE	FONDI SANITARI	TOTALE
Patrimonio troppo esiguo	34%	33%	34%
Illiquidità	25%	8%	20%
Investimenti sufficientemente diversificati con asset tradizionali	19%	25%	20%
Incoerenza con la finalità istituzionale	9%	33%	16%
Controlli interni inadeguati	9%	25%	14%
Scarsa trasparenza	6%	8%	7%
Costi troppo elevati	6%	0%	5%
Rapporto rischio/rendimento inadeguato	3%	0%	2%

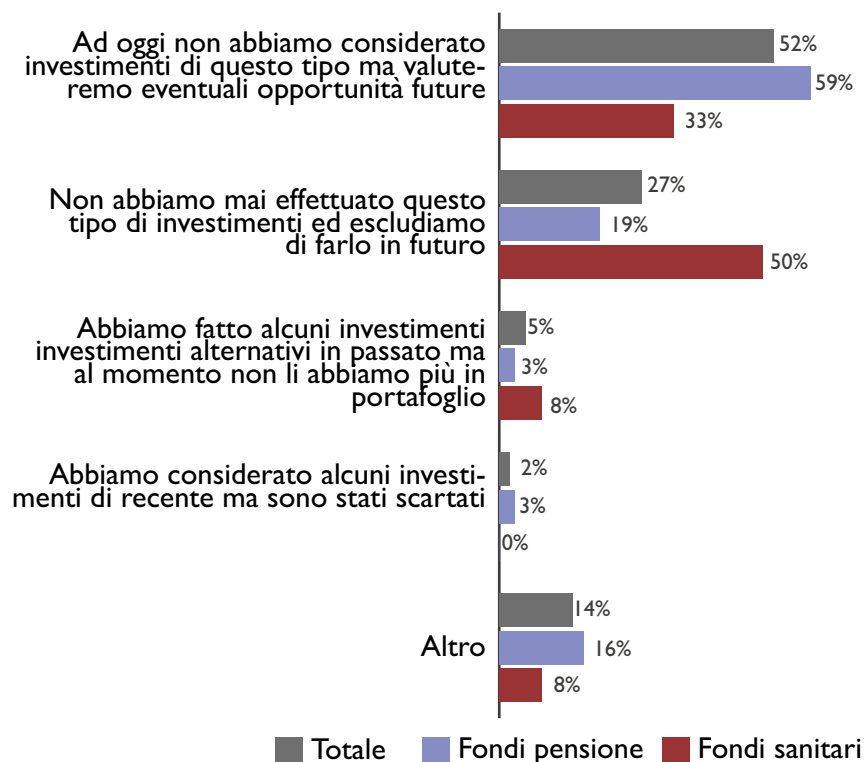
\* *Risposte multiple*

Alla richiesta di esprimere un giudizio sulla possibilità di investire in alternativi in futuro, nel complesso emerge un'ampia disponibilità a valutare eventuali opportunità future (52%), più marcata tra gli operatori della previdenza integrativa (59%) rispetto a quelli della sanità integrativa (33%). Oltre un quarto degli enti ha dichiarato di essere avverso agli investimenti non tradizionali (27%), percentuale che sale al 50% tra i fondi sanitari.

Seppure limitata, si ha evidenza di alcuni soggetti che hanno dismes-

so gli investimenti alternativi (3% tra i fondi pensione e 8% tra i fondi sanitari).

Figura 2.1 - *Quale queste affermazioni rispecchia gli orientamenti futuri dell'ente?*

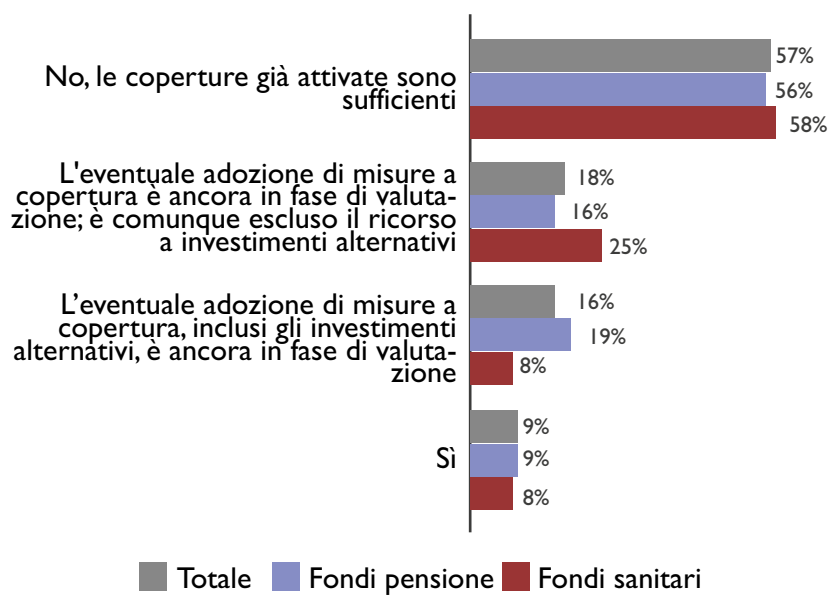


La quasi totalità degli enti ha dichiarato che non si sono verificati eventi che potrebbero spingere a rivedere le scelte sugli asset non tradizionali (94% nel caso dei fondi pensione e 83% per i fondi sanitari). Nel caso di risposta affermativa si segnala il tema dell'investimento a supporto dell'economia reale, da parte dei fondi pensione e, trasversalmente, il mutato contesto macroeconomico. Da segnalare che un fondo sanitario ha dichiarato di aver deliberato l'avvio di tali investimenti.

La spirale inflazionistica degli ultimi mesi non pare aver provocato apprezzabili variazioni nell'approccio agli investimenti alternativi. In particolare, per quanto riguarda la copertura del rischio inflazione, il 56% dei fondi pensione e il 58% dei fondi sanitari hanno dichiarato che le coperture precedentemente attivate erano giudicate sufficienti.

Il 34% degli enti ha dichiarato che erano in corso valutazioni sull'adeguatezza delle coperture e tra di essi il 16% ha fatto riferimento al possibile impiego degli asset non tradizionali. Soltanto il 9% degli enti ha affermato di aver introdotto correttivi al portafoglio per tutelare il valore reale dei rendimenti; tuttavia, tali soggetti hanno dichiarato di aver fatto sempre ricorso all'aumento della componente obbligazionaria.

Figura 2.2 - L'ente ha messo in atto qualche azione a copertura del rischio inflazione? \*



\* Risposte multiple

## GLI ENTI CHE INVESTONO IN ALTERNATIVI

Casse di previdenza e fondi pensione esprimono valutazioni simili nel giustificare il ricorso agli investimenti non tradizionali. Per entrambe le categorie di operatori le principali ragioni sono rappresentate, nell'ordine, dalla maggiore diversificazione del portafoglio (68% per le casse, 78% per i fondi pensione), dalla coerenza con l'orizzonte di lungo periodo della politica d'investimento (58% per le casse, 46% per i fondi pensione) e dalla possibilità di accedere a una maggiore redditività (37% per le casse, 46% per i fondi pensione). Minore rilevanza viene attribuita alla possibilità di supportare gli investimenti a beneficio di attività reali (26% per le casse, 22% per i fondi pensione) e alla copertura del rischio inflazione (5% per le casse, 7% per i fondi pensione).

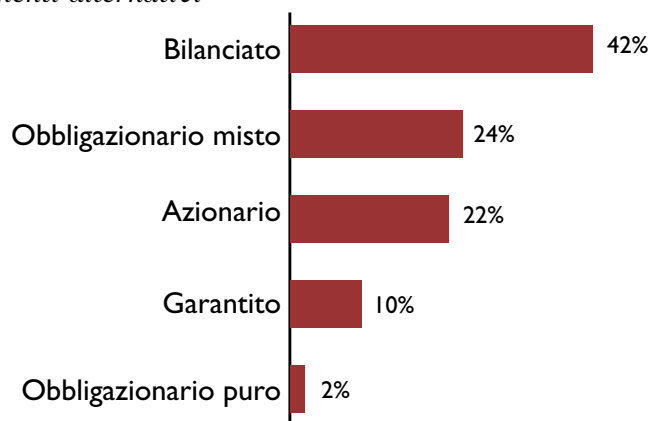
Tabella 3.1 - Per quali ragioni detiene investimenti alternativi? \*

	CASSE DI PREVIDENZA	FONDI PENSIONE	TOTALE
Maggiore diversificazione	68%	78%	73%
Coerenza con orizzonte temporale della politica d'investimento	58%	46%	51%
Premio per illiquidità	37%	46%	42%
Mutato contesto macroeconomico e finanziario	16%	35%	28%
Controlli interni adeguati	37%	22%	25%
Supporto all'economia reale	26%	22%	24%
Adeguate capacità patrimoniale	21%	22%	22%
Copertura rischio inflazione	5%	7%	6%

\*Risposte multiple

Nell'80% dei fondi pensione gli investimenti in alternativi sono allocati in uno o più comparti, generalmente quelli con maggiore capienza patrimoniale. I comparti bilanciati rappresentano infatti il 42% del totale e quelli obbligazionari misti il 24%. Da segnalare la crescita delle linee garantite con patrimoni allocati in investimenti non tradizionali, un fenomeno già emerso nel 2021 e che nella rilevazione in commento si è ulteriormente rafforzato coinvolgendo il 10% dei comparti analizzati.

Figura 3.1 - *Distribuzione dei comparti dei fondi pensione che detengono investimenti alternativi*



La distribuzione degli attivi tra le varie asset class evidenzia come, nel complesso, il principale investimento alternativo sia costituito dagli immobili che rappresentano l'11% del patrimonio considerato. Tali investimenti sono allocati per la gran parte in fondi alternativi immobiliari (9%) e in misura più contenuta in immobili detenuti direttamente (2%). Gli investimenti allocati nelle altre classi di attivo non tradizionali rappresentano quote molto più contenute di patrimonio (private equity 4%, infrastrutture e private debt 2%, alternativi liquidi 1%, venture capital 0,1%).

Tale evidenza è da ascrivere alle specificità degli enti: in passato le casse di previdenza hanno massicciamente investito in immobili e gli effetti di quelle scelte perdurano ancora oggi; benché in calo negli ultimi anni, l'investimento immobiliare rappresenta ancora il 18% degli attivi<sup>3</sup>. Dinamiche non troppo diverse si riscontrano nell'ambito dei fondi pensione preesistenti, l'unica forma pensionistica per la quale l'investimento immobiliare rappresenta una componente non trascurabile del portafoglio<sup>4</sup>.

A partire dal 2007, dietro la spinta normativa, questi enti hanno avviato un percorso di riduzione dell'investimento immobiliare teso a contenerne il peso entro il 20% del patrimonio.

Nel complesso le distribuzioni degli attivi non tradizionali delle casse di previdenza e dei fondi pensione presentano, nella sostanza, dinamiche dissimili: nelle prime prevale l'investimento immobiliare (19%), realizzato soprattutto tramite fondi immobiliari e in misura sempre più contenuta tramite investimenti diretti e l'allocazione in altri investimenti alternativi assume un peso contenuto. Per i fondi pensione i

<sup>3</sup> Cfr. [Quadro di sintesi delle politiche d'investimento delle Casse di previdenza per il 2022](#), Covip.

<sup>4</sup> Nel 2022 l'investimento immobiliare complessivo dei fondi pensione preesistenti rappresentava l'8% del patrimonio (Cfr. [Relazione Covip per l'anno 2022](#)).



rapporti di composizione delle classi di attivo appaiono più equilibrati, pari per tutti al 2%.

Come già ricordato, si registrano investimenti alternativi anche da parte di fondi sanitari. La distribuzione totale è comprensiva di tali evidenze, tuttavia si è deciso di non riportare quella settoriale per la scarsa numerosità del sotto-campione.

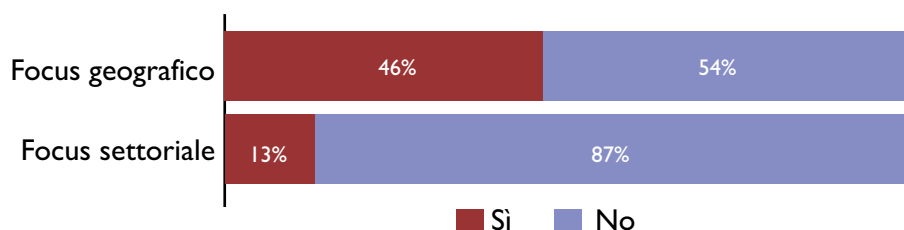
Tabella 3.2 - *Il patrimonio degli enti che detengono alternativi*

	CASSE DI PREVIDENZA	FONDI PENSIONE	TOTALE
Obbligazioni	39%	56%	47%
Azioni	19%	27%	23%
Liquidità	7%	2%	5%
Private equity	5%	2%	4%
RE - Fia	17%	1%	9%
RE - Gestione diretta	2%	1%	2%
Private debt	2%	2%	2%
Venture Capital	0,2%	0,04%	0,1%
Infrastrutture	3%	2%	2%
Hedge fund	1%	-	1%
Polizze assicurative	0,2%	7%	4%
Altro	3%	1%	2%

## FOCUS GEO-SETTORIALE E SOSTENIBILITÀ DEGLI INVESTIMENTI ALTERNATIVI

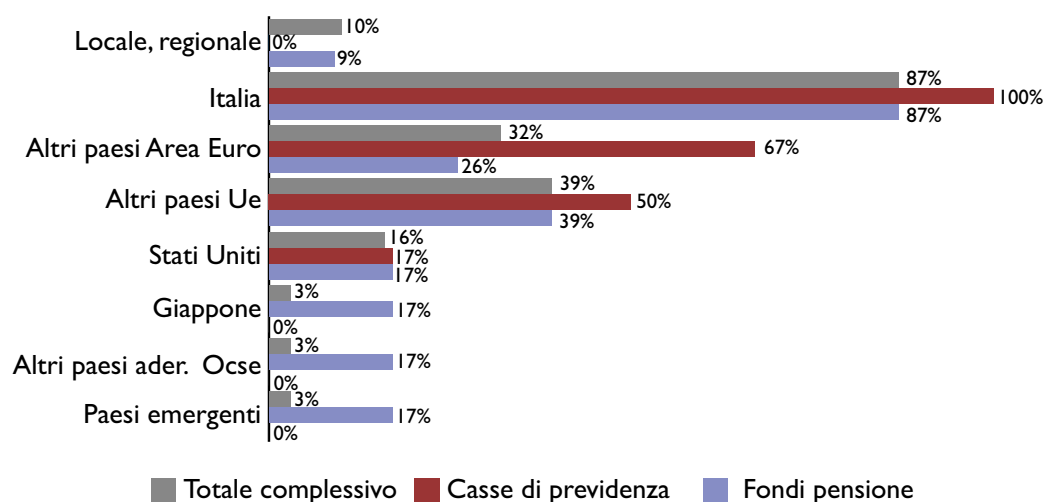
Tra gli intervistati che hanno dichiarato di detenere in portafoglio investimenti alternativi il 46% prevede, a livello strategico, uno specifico focus geografico, contrariamente a quanto avviene in merito al settore di attività che è raramente oggetto di attenzione in questa fase del processo di investimento.

Figura 4.1 - Focus geografico e settoriale



Guardando all'area geografica appare chiaro come una delle ragioni trainanti la scelta di investire in alternativi sia la possibilità di sostenere il sistema paese. La maggior parte degli intervistati ha dichiarato di prevedere un focus sul territorio nazionale (87%), a tale evidenza contribuiscono in modo determinante le iniziative consortili introdotte negli ultimi anni, in particolare nel settore dei fondi pensione; di rilievo anche gli investimenti nell'Unione europea e negli Stati Uniti. Due fondi pensione hanno dichiarato di aver scelto strategicamente un focus locale/regionale, una cassa di previdenza ha deciso di rivolgere la propria attenzione ai paesi emergenti.

Figura 4.2 - Focus geografico negli investimenti alternativi\*



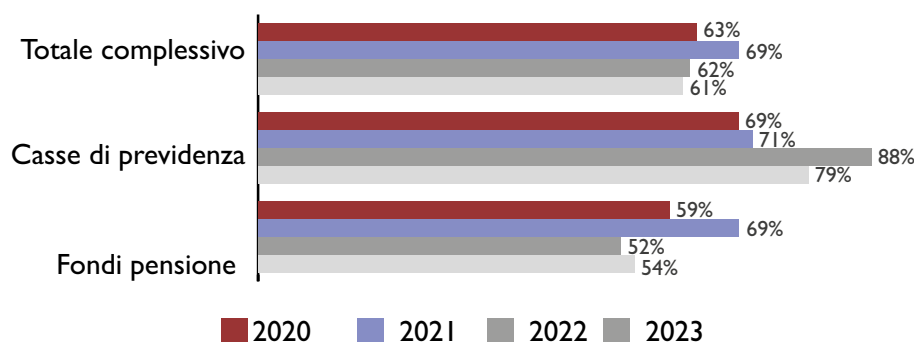
\* Base dati: soggetti che hanno dichiarato di avere un focus geografico. Risposta multipla.

In merito al settore di attività, complessivamente solo il 13% degli intervistati dichiara di considerarlo come fattore discriminante. Ove questo accade, le infrastrutture, il real estate, le energie rinnovabili, il social housing e il settore sanitario sono gli ambiti maggiormente considerati.

Un altro tema strategico nella definizione dei portafogli alternativi è la considerazione dei fattori di sostenibilità nella valutazione dei progetti finanziati e dei soggetti promotori.

I profili Esg risultano fondamentali nelle scelte relative al portafoglio: il 61% degli intervistati dichiara di considerarli nella selezione degli investimenti alternativi, superando di fatto la prassi storicamente diffusa di applicazione dei criteri Esg esclusivamente alle asset class tradizionali.

Figura 4.3 - Considerazione dei fattori di sostenibilità nella scelta degli investimenti alternativi (2020-2021-2022-2023)



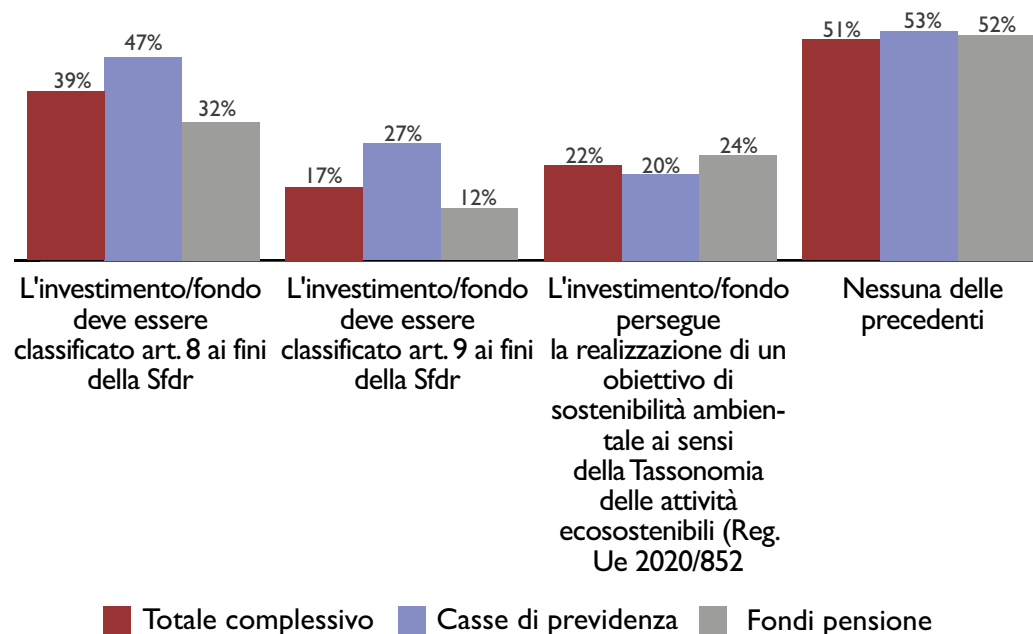
Il dato, confermando quanto osservato nel 2022, risente ancora dell'importante riduzione dei fondi pensione che hanno dichiarato di considerare aspetti di sostenibilità nella selezione degli investimenti alternativi. Il valore relativo ai fondi pensione, aumentato di 2 punti percentuali rispetto alla scorsa indagine, conferma una riduzione di circa 15 punti percentuali rispetto ai risultati del 2021 ed è addirittura al di sotto dei risultati registrati nel 2020. L'emanazione del regolamento delegato Ue 2022/1288, che ha permesso di comprendere appieno la portata dei nuovi adempimenti legati alla Sfdr, sembra aver avuto effetto sulle scelte dei fondi intervistati in merito alla qualificazione dei propri comparti in un'ottica di maggior prudenza.

Presumibilmente, alla luce di quanto indicato nei bandi pubblicati, la considerazione effettiva di profili di sostenibilità in senso ampio e non necessariamente conforme alle disposizioni del suddetto regolamento è sostanzialmente più elevata rispetto al dato registrato e, con ogni probabilità, in linea con le evidenze rilevate per le casse di previdenza, enti non soggetti alla regolamentazione Sfdr (+8 punti percentuali rispetto al 2021). Le casse di previdenza hanno registrato nel corso dell'ultimo anno una riduzione di 9 punti percentuali dei soggetti che hanno dichiarato di considerare fattori di sostenibilità nelle proprie scelte di investimento in alternativi, tale dinamica è legata ad una piccola modifica del campione che, dato il numero esiguo di casse presenti

sul mercato, ha impattato in maniera importante sul dato percentuale.

Le risposte relative ai criteri utilizzati per la selezione degli investimenti/fondi evidenziano una preferenza verso prodotti classificati ex art. 8 della Sfdr (prodotti che promuovono caratteristiche di sostenibilità), in crescita rispetto alla precedente indagine.

Figura 4.4 - Criteri utilizzati per la selezione degli investimenti/fondi\*



\* Base dati: soggetti che hanno dichiarato di considerare aspetti Esg nella scelta dei propri investimenti/fondi/gestori di mandati alternativi. Risposta multipla.

Tra le strategie più utilizzate in relazione alla sostenibilità, gli enti analizzati indicano al primo posto l'utilizzo del criterio delle «esclusioni» – approccio che prevede l'esclusione esplicita di singoli emittenti o settori dall'universo investibile, sulla base di determinati principi e valori – seguono «l'adesione a convenzioni internazionali» e gli «investimenti tematici» – approccio che seleziona gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, focalizzandosi su uno o più temi.

## LE MODALITÀ DI INVESTIMENTO

L'accesso agli investimenti alternativi può essere attuato attraverso un ventaglio di possibili modalità operative così riassumibili:

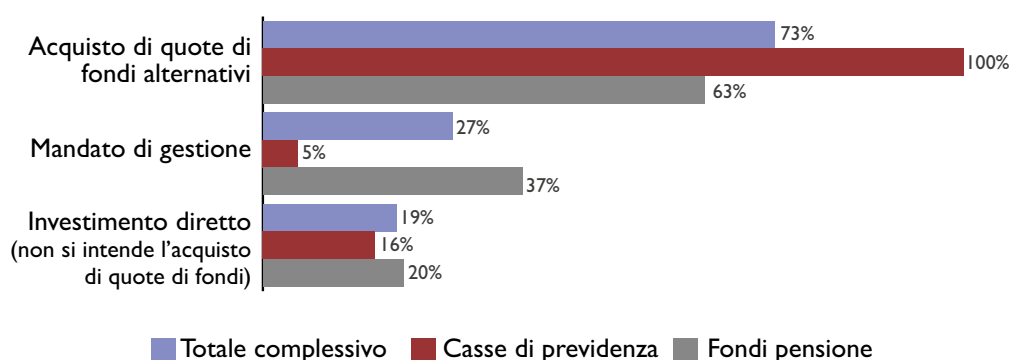
- investimento diretto ossia ingresso nel capitale di rischio o in qualità di creditori di una o più aziende coinvolte in un determinato progetto (ad es. infrastrutturale). Si tratta di un'opzione percorribile da fondi pensione preesistenti e casse di previdenza
- acquisto di quote di fondi che effettuano investimenti alternativi
- affidamento di mandati di gestione.

I modelli di investimento costruiti da fondi pensione e casse previdenziali sono strutturati in maniera diversa: la normativa non pone alcun vincolo alle casse di previdenza per quanto concerne la possibilità di investimento diretto in strumenti alternativi, possibilità preclusa ai fondi pensione negoziali e aperti, che possono effettuare tali investimenti esclusivamente tramite l'acquisto di quote di fondi alternativi (entro i limiti previsti) o tramite mandato di gestione.

I fondi pensione preesistenti, infine, possono investire direttamente sia in strumenti finanziari (se dimostrano una struttura organizzativa e di controllo adeguata) che in immobili (entro il limite del 20% del loro patrimonio).

In relazione alla modalità di investimento utilizzata, la totalità delle casse di previdenza investe in alternativi tramite l'acquisto di quote di fondi alternativi, perlopiù fondi immobiliari, il cui andamento nel corso degli ultimi anni è stato opposto rispetto all'investimento diretto in immobili che ormai assume un ruolo residuale (16%).

Figura 5.1 - Le modalità di investimento in alternativi\*



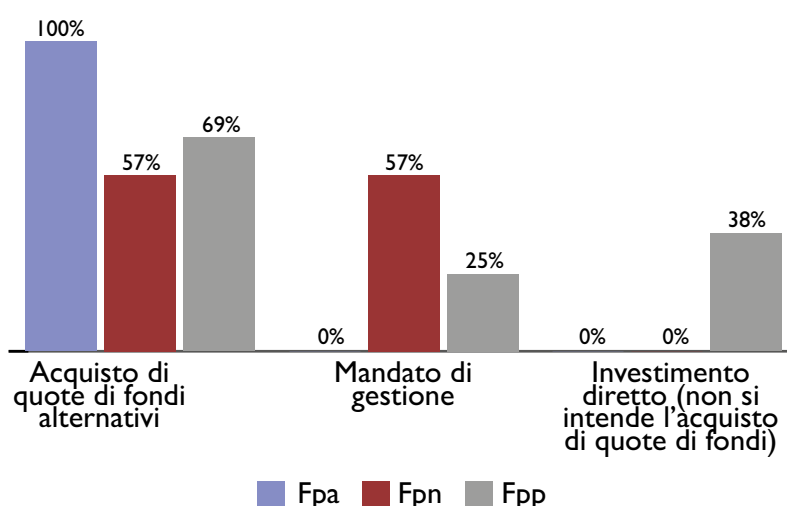
\* Risposte multiple

L'acquisto di quote di fondi è la modalità scelta anche dal 63% dei fondi pensione; il 37% ha dichiarato di investire in alternativi per il

tramite del mandato di gestione; si tratta in prevalenza di fondi pensione di natura negoziale che in questo modo mantengono la coerenza con il proprio modello gestionale che li vede focalizzati sulla fase strategica del processo di investimento e delegando al gestore l'attività di selezione dei prodotti. Il 20% dei fondi pensione effettua investimenti diretti in alternativi, possibilità concessa dalla normativa ai soli fondi pensione preesistenti.

L'analisi del dato per tipologia di fondo pensione evidenzia che i Fpa investono in alternativi esclusivamente attraverso l'acquisto di quote di fondi alternativi, tale modalità è prevalente anche nei Fpp (69%). Il 57% dei fondi negoziali dichiara di effettuare investimenti alternativi tramite l'acquisto di quote di fondi pensione e/o attraverso il mandato di gestione, quest'ultima modalità in crescita rispetto agli scorsi anni. Il mandato di gestione è utilizzato in modo residuale dai Fpp (25%, in crescita rispetto allo scorso anno) che sembrano privilegiare l'investimento diretto (38%).

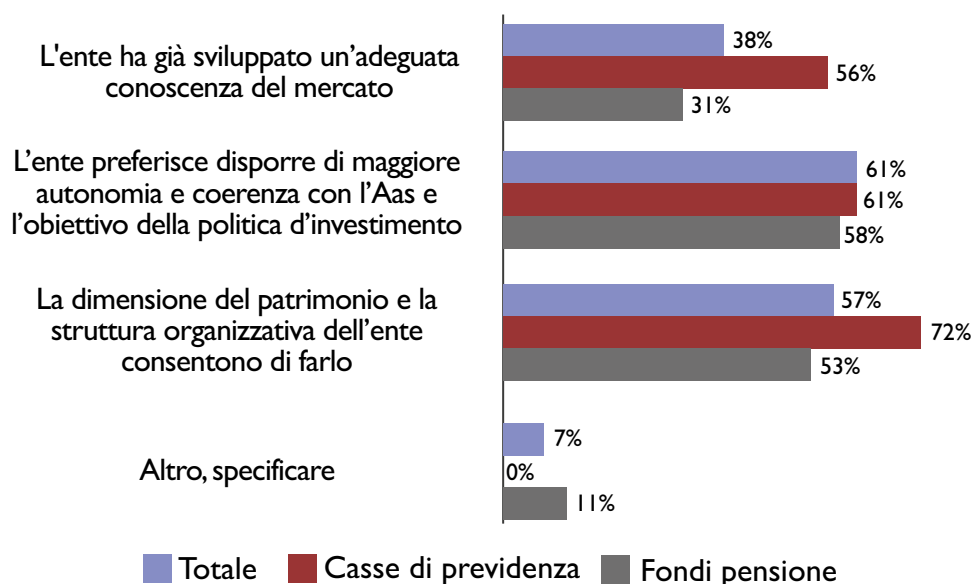
Figura 5.2 - Le modalità di investimento dei fondi pensione\*



\* Risposte multiple

La totalità delle casse e il 78% dei fondi pensione dichiara di apprezzare autonomamente agli investimenti alternativi. Le motivazioni con cui casse e fondi pensione giustificano tale scelta sono principalmente l'avere una dimensione patrimoniale e una struttura organizzativa adeguata (72% casse e 53% fondi pensione) e la possibilità di disporre di maggiore autonomia e coerenza con l'asset allocation strategica e gli obiettivi di lungo termine (61% casse e 58% fondi pensione).

Figura 5.3 - Principali motivazioni della scelta di investire autonomamente\*



\* Risposte multiple

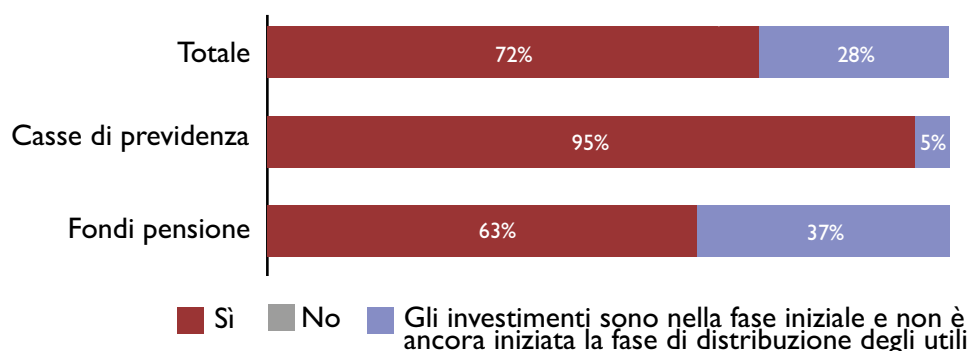
Le iniziative consortili continuano ad essere una modalità particolarmente utilizzata dagli enti previdenziali di secondo pilastro (22% dei partecipanti all'indagine). I fondi pensione Foncer, Fondenergia, Gommaplastica, Pegaso e Previmoda hanno avviato l'investimento in private equity (cfr. Progetto Iride), i fondi pensione Fopen, Gommaplastica, Pegaso e Previmoda partecipano collettivamente all'investimento in private debt legato al Progetto Zefiro, i fondi pensione Foncer, Gommaplastica, Fopen, Pegaso e Previmoda hanno infine avviato il progetto Vesta di investimenti in infrastrutture. Importante anche l'iniziativa di Assofondipensione con Cassa Depositi e Prestiti che mira ad attrarre maggiori investimenti nell'economia reale italiana alla quale hanno aderito ad oggi diversi fondi pensione.

Interrogati sulle motivazioni legate alla scelta dell'investimento consortile i fondi pensione hanno dichiarato la possibilità di condividere know how ed expertise con gli altri enti (90%) e la possibilità di riuscire a raggiungere in questo modo dimensioni consistenti in termini di masse gestite (80%), ultima ma comunque rilevante la possibilità di beneficiare di un profilo dei costi più favorevole (60%).

## I RISULTATI FINANZIARI E LE PROSPETTIVE DI CRESCITA

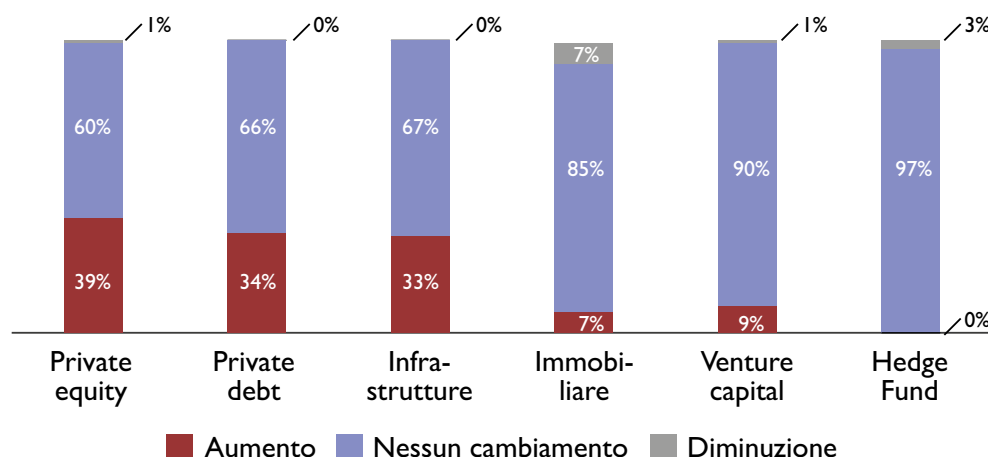
Il livello di soddisfazione legato alla redditività delle asset class alternative risulta elevato e in linea con le aspettative: il 72% degli investitori intervistati si dichiara infatti soddisfatto della redditività dei propri investimenti, mentre la parte restante non può esprimere un'opinione non essendo ancora iniziata la fase di distribuzione degli utili.

Figura 6.1 - Coerenza tra aspettative e realtà: la redditività degli investimenti



Alla domanda relativa a eventuali modifiche effettuate negli ultimi 12 mesi (autunno 2022 - autunno 2023) alla propria esposizione in alternativi, la maggior parte degli intervistati ha dichiarato di non aver rivisto la propria quota di investimenti in tali asset class e in media un quinto ha dichiarato di aver aumentato la propria esposizione, di questi circa la metà annovera tra le ragioni di questa scelta l'elevato tasso di inflazione.

Figura 6.2 - Modifiche all'esposizione in alternativi nei prossimi 12 mesi (autunno 2023 - autunno 2024)



La richiesta in merito a eventuali modifiche future della propria



asset allocation fa emergere la volontà di aumentare ulteriormente l'esposizione in private equity, private debt e infrastrutture da parte di circa un terzo degli enti intervistati.

La necessità di costruire portafogli sempre più diversificati e la dichiarata soddisfazione in relazione alla redditività degli investimenti sembrano alcune delle ragioni che impatteranno con molta probabilità sul livello di interesse degli investitori di welfare nei confronti degli strumenti finanziari alternativi. Entro i limiti concessi dalla normativa di riferimento, la quota di investimenti alternativi nel portafoglio degli investitori istituzionali sembra dunque essere destinata ad aumentare nel breve/medio periodo.













