

MIDTERM REPORT 13

Gli investimenti alternativi nei
portafogli degli investitori di welfare

I risultati del terzo Osservatorio Mefop

A cura di Maria Dilorenzo e Antonello Motroni





COLLANA DI PUBBLICAZIONI STATISTICHE MEFOP

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

A cura di Maria Dilorenzo e Antonello Motroni - Mefop

SOMMARIO

■	SOMMARIO	i
■	INDICE DELLE FIGURE	ii
■	INDICE DELLE TABELLE	iii
■	CAPITOLO I L'Osservatorio: obiettivi e principali evidenze	9
■	CAPITOLO 2 Gli enti che non investono in alternativi	13
■	CAPITOLO 3 Gli enti che investono in alternativi	16
■	CAPITOLO 4 Focus geo-settoriale e sostenibilità degli investimenti alternativi	20
■	CAPITOLO 5 Le modalità di investimento	23
■	CAPITOLO 6 I risultati finanziari e le prospettive di crescita	26
■	ENTI PARTECIPANTI AL TERZO OSSERVATORIO	28

INDICE DELLE FIGURE

■	CAPITOLO 1	
	Fig. 1.1 - Al momento detiene investimenti alternativi in portafoglio? Confronto 2020-2021-2022	12
■	CAPITOLO 2	
	Fig. 2.1 - Quale di queste affermazioni rispecchia gli orientamenti futuri dell'ente?	14
	Fig. 2.2 - L'ente ha messo in atto qualche azione a copertura del rischio inflazione?	15
■	CAPITOLO 3	
	Fig. 3.1 - Per quali ragioni detiene investimenti alternativi?	16
	Fig. 3.2 - Distribuzione dei comparti dei fondi pensione che detengono investimenti alternativi	17
■	CAPITOLO 4	
	Fig. 4.1 - Focus geografico e settoriale	20
	Fig. 4.2 - Focus geografico negli investimenti alternativi	20
	Fig. 4.3 - Considerazione dei fattori di sostenibilità nella scelta degli investimenti alternativi (2020-2021-2022)	21
	Fig. 4.4 - Criteri utilizzati per la selezione degli investimenti/fondi	22
■	CAPITOLO 5	
	Fig. 5.1 - Le modalità di investimento in alternativi	23
	Fig. 5.2 - Le modalità di investimento dei fondi pensione	24
	Fig. 5.3 - Principali motivazioni della scelta di investire autonomamente	25
■	CAPITOLO 6	
	Fig. 6.1 - Rendimenti e aspettative	26
	Fig. 6.2 - Modifiche o pianificazione di modifiche all'esposizione ad alternativi negli ultimi 12 mesi	27

INDICE DELLE TABELLE

■	CAPITOLO I	
	Tab. 1.1 - I partecipanti all'Osservatorio	10
■	CAPITOLO 2	
	Tab. 2.1 - Le ragioni del mancato investimento in alternativi	13
■	CAPITOLO 3	
	Tab. 3.1 - Il patrimonio degli enti che detengono alternativi	19

L'OSSERVATORIO: OBIETTIVI E PRINCIPALI EVIDENZE

Mefop ha condotto la terza 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, dà conto dell'evoluzione degli investimenti alternativi nei portafogli.

Le politiche monetarie espansive degli ultimi anni hanno certamente contribuito ad aumentare l'interesse nei confronti degli investimenti alternativi. Nel 2022, tuttavia, lo scenario economico è profondamente cambiato e in modo repentino. Dopo che per anni l'inflazione non aveva rappresentato un rischio particolarmente rilevante, con l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia il prezzo delle materie prime, in particolare quelle energetiche e alimentari, è improvvisamente salito. Per frenare la spirale inflazionistica le banche centrali hanno accelerato la chiusura dei programmi di Quantitative Easing, procedendo a più riprese e in modo significativo ad innalzare i tassi d'interesse. Se da una parte il mercato obbligazionario diventa nuovamente appetibile, dall'altra gli investimenti illiquidi rappresentano un valido supporto alla copertura del rischio inflazione.

Inoltre nel 2022 con l'emanazione degli atti delegati previsti dal Regolamento (Ue) 2019/2088 (Sfdr) si è chiarito in modo definitivo il quadro degli obblighi di trasparenza che di lì a pochi mesi sarebbero entrati in vigore¹. Nel questionario sono quindi state inserite alcune domande per verificare se gli eventi recenti abbiano influenzato le scelte sugli alternativi.

La tabella 1.1 riporta i dati sulla partecipazione alla terza edizione dell'Osservatorio: hanno preso parte all'iniziativa 72 fondi pensione (2 in meno rispetto alla seconda edizione), 17 casse di previdenza (confermata la partecipazione del 2021) e 12 fondi sanitari (3 in meno rispetto alla seconda edizione), per un totale di 101 enti e un patrimonio considerato pari ad oltre 233 miliardi di euro. Rispetto al 2021 la partecipazione si è ridotta di cinque unità; tuttavia, 97 degli enti che hanno partecipato nel 2021 hanno confermato la partecipazione anche nel 2022; inoltre le casse di previdenza e i fondi pensione partecipanti alla prima edizione avevano preso parte all'edizione del 2021². Oltre che dare una fotografia

¹ Le indicazioni del Regolamento delegato (Ue) 2022/1288 e del Regolamento delegato (Ue) 2023/636 sono state recepite, rispettivamente, entro il 31 marzo 2023 (adempimenti a livello di comparto) e entro il 30 giugno 2023 (adempimenti a livello di entità). Sfdr si applica soltanto ai fondi pensione, non trova applicazione né alle casse di previdenza né ai fondi sanitari.

² Se per quanto riguarda i Fp aperti la partecipazione è stata analoga al 2021, relativamente

dello stato dell'arte, si può quindi affermare che l'Osservatorio consente di dare anche una lettura in chiave evolutiva dell'attitudine nei confronti dei mercati privati e degli investimenti ivi effettuati.

Tabella 1.1 - *I partecipanti all'Osservatorio Mefop*

	N° PARTECIPANTI	PATRIMONI (MLN DI €)
Casse di previdenza	17	104.681,00
Fondi pensione	72	128.269,43
Fp aperti	13	16.136,22
Fp negoziali	31	63.858,46
Fp preesistenti	28	48.274,75
Fondi sanitari	12	328,40
Totale partecipanti	101	233.278,83

Le interviste sono state somministrate in modalità Cawi (Computer assisted web interview) nel periodo luglio-novembre 2022 e hanno avuto ad oggetto gli investimenti alternativi liquidi e illiquidi.

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

ai negoziali si è registrata la partecipazione di un nuovo ente. Per quanto riguarda i Fp preesistenti sono venuti meno cinque soggetti rispetto al 2021, di cui quattro sono stati oggetto di fusione in altro fondo pensione e quindi non sono più esistenti (il Fp incorporante degli enti in questione ha preso parte alla rilevazione) e si registra la partecipazione di due nuovi soggetti. Per quanto riguarda i fondi sanitari si è registrata la defezione di quattro soggetti rispetto al 2021 e un ente ha partecipato per la prima volta. Per quanto riguarda la partecipazione alle edizioni del 2020 e del 2021 si rimanda, rispettivamente, ai MidTerm Report n. 11 e n. 12.

d'investimento; ciò ha comportato una maggiore libertà di manovra nella definizione delle strategie finanziarie³.

Giova infine ricordare che tali enti hanno per un lungo periodo allocato una quota significativa delle 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 patrimonio 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, l'allocazione 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 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 internal audit, unitamente agli sforzi compiuti in passato per conformarsi alle previsioni della delibera Covip del 16 marzo 2012, hanno consentito ai fondi pensione di dotarsi di presidi di controllo della politica d'investimento adeguati alle complessità derivanti dall'allocazione in alternativi.

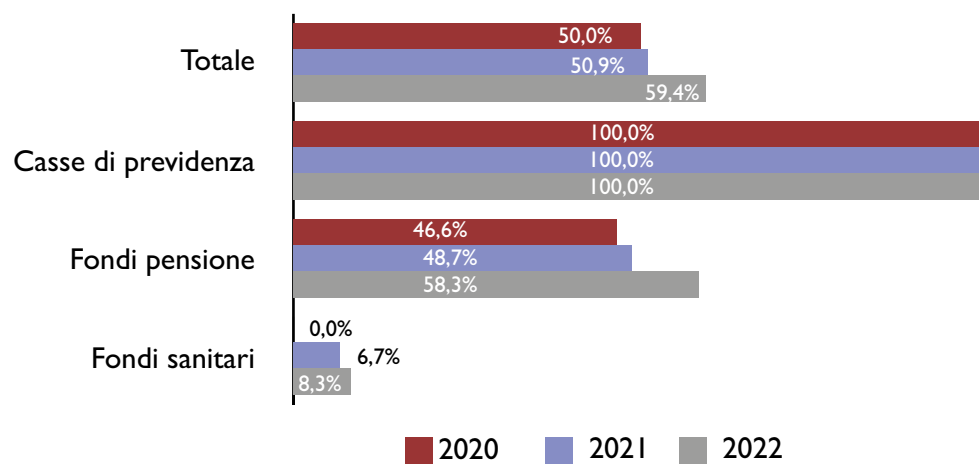
L'osservatorio dà conto di una crescita significativa degli enti che hanno dichiarato di detenere alternativi: essi sono passati dal 50% nel 2020 al 59,4% dell'edizione 2022 (+19%). Tale aumento si deve essenzialmente a quanto sta avvenendo nei fondi pensione, tra i quali la percentuale che ha dichiarato di investire in alternativi è passata dal 46,6% del 2020 al 58,3% del 2022 (+25%).

Per le casse di previdenza l'allocazione in asset alternativi rappresenta una prassi consolidata: tutti i 17 gli enti partecipanti prevedono

³ Al momento di chiudere il rapporto non risulta ancora essere stato emanato il decreto ministeriale recante norme di indirizzo in materia di investimento delle risorse finanziarie delle casse di previdenza, così come previsto dall'art. 1, comma 311 della L. 29 dicembre 2022, n. 197.

il ricorso a investimenti non tradizionali. L'interesse da parte dei fondi sanitari si mantiene contenuto⁴.

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



⁴ L'aumento della percentuale di fondi sanitari che ha dichiarato di detenere alternativi si deve al minor numero di partecipanti rispetto alla precedente edizione dell'Osservatorio.

GLI ENTI CHE NON INVESTONO IN ALTERNATIVI

Si conferma e si rafforza rispetto al 2021 l'indicazione che le principali ragioni del mancato investimento negli asset non tradizionali siano rappresentate, per fondi pensione e fondi sanitari, dalla ridotta dimensione patrimoniale (31,7%) e dalla mancanza di strutture di controllo adeguate alle complessità di tali strumenti (29,3%). Al contempo perde di rilievo il tema della sufficiente diversificazione già offerta dalle asset class tradizionali (20% per i fondi pensione rispetto al 32,3% del 2020; 18,2% per i fondi sanitari rispetto al 33,3% nel 2020).

I profili di illiquidità che caratterizzano gli investimenti alternativi continuano a rimanere un importante elemento ostativo rispetto a tali classi di attivo (26,8%). Il dato appare particolarmente significativo per i fondi sanitari, tra i quali la percentuale di risposta è stata pari a 45,5% e si mantiene elevato anche per i fondi pensione (20% delle risposte). Da ultimo, continua a perdere di rilevanza il tema dell'eccessiva onerosità di tali investimenti.

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

	TOTALE COMPLESSIVO			FONDI PENSIONE			FONDI SANITARI		
	2022	2021	2020	2022	2021	2020	2022	2021	2020
Il patrimonio è troppo esiguo per un investimento efficiente in queste classi di attivo	31,7%	30,8%	27,9%	33,3%	31,6%	29,0%	27,3%	28,6%	25,0%
Non si dispone di una struttura adeguata alla valutazione e al controllo di questo tipo di investimenti	29,3%	21,2%	14,0%	20,0%	15,8%	9,7%	54,5%	35,7%	25,0%
L'impiego delle classi di attivo tradizionali consente già un'adeguata diversificazione del portafoglio	19,5%	21,2%	32,6%	20,0%	18,4%	32,3%	18,2%	28,6%	33,3%
A causa dell'illiquidità che caratterizza questi investimenti	26,8%	21,2%	27,9%	20,0%	18,4%	25,8%	45,5%	28,6%	33,3%
I livelli commissionali sono troppo elevati	4,9%	9,6%	11,6%	6,7%	13,2%	9,7%	0,0%	0,0%	16,7%
Il livello di trasparenza è inadeguato rispetto alle necessità di controllo e verifica della gestione finanziaria	2,4%	7,7%	14,0%	3,3%	7,9%	16,1%	0,0%	7,1%	8,3%
Si ritiene che le performance non siano adeguate al rischio sottostante	2,4%	1,9%	11,6%	0,0%	0,0%	12,9%	9,1%	7,1%	8,3%

* Risposte multiple

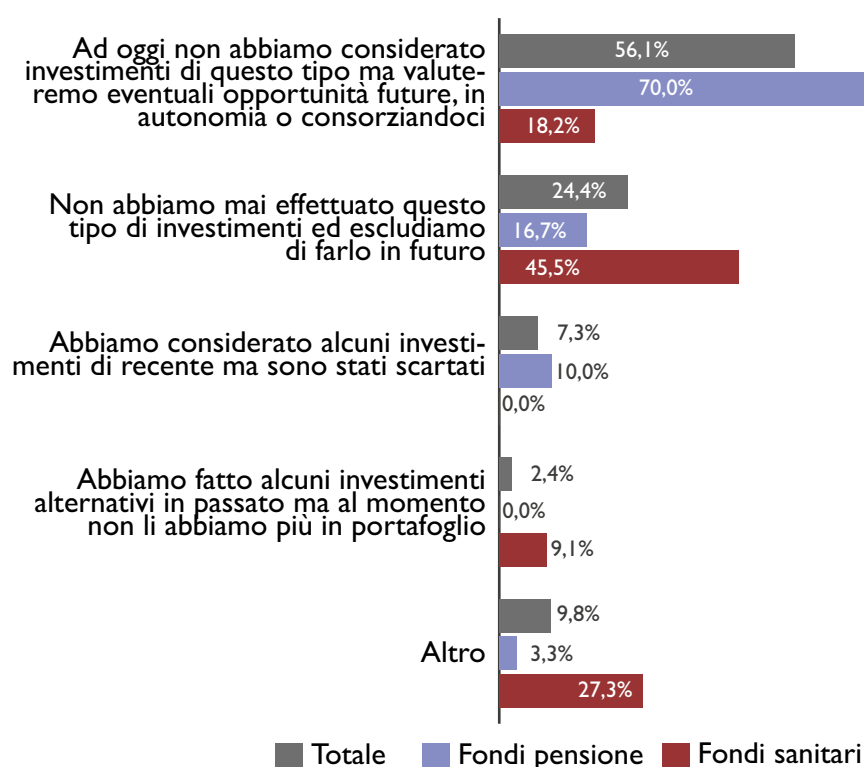
Richiesti di esprimere un giudizio sulla possibilità di investire in alternativi in futuro, tra i fondi pensione si registra una consistente aper-

tura alla valutazione di opportunità future (70%). Lo studio rileva come l'interesse nei confronti delle iniziative consortili sia condiviso da tutte le forme pensionistiche e non solo dai fondi pensione negoziali, gli unici che ad oggi hanno sperimentato tali collaborazioni: la percentuale di enti che valuta con favore l'investimento in consorzio con altri soggetti (come modalità esclusiva o in aggiunta a iniziative autonome) è pari a 13,3% per i fondi aperti e a 16,7% per i fondi preesistenti.

Si conferma l'esistenza di uno zoccolo duro di fondi pensione che esclude in modo netto qualunque investimento in alternativi anche in futuro (16,7%) e un ulteriore 10,0% ha affermato di aver valutato opportunità d'investimento nel settore ma senza pervenire a una scelta positiva. Da segnalare che nessuno tra i fondi pensione che ha indicato di non investire in alternativi lo ha fatto a seguito di dismissione di investimenti precedentemente effettuati.

Per quanto riguarda i fondi sanitari, pur registrando un non marginale 18,2% di soggetti disposti a valutare opportunità future, permane una sostanziale cautela verso gli investimenti nei mercati privati, con il 45,5% che ha dichiarato l'intenzione di continuare a non avvalersi di tali strumenti anche in futuro. Da segnalare la presenza di un ente che ha dismesso investimenti alternativi.

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



Nonostante il 2022 sia stato caratterizzato da un repentino aumento dell'inflazione, dopo anni di sostanziale assenza, e dalla chiusura delle

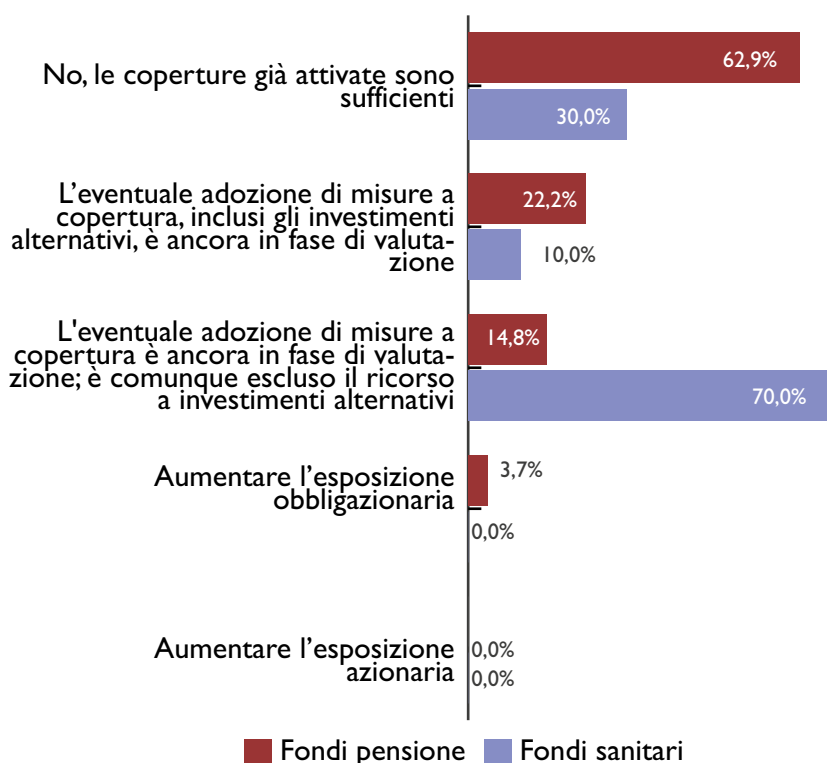
politiche di quantitative easing, non si registrano significative variazioni nell'approccio agli investimenti alternativi.

In particolare, per quanto riguarda la copertura delle perdite di valore connesse all'aumento dei prezzi, il 62,9% dei fondi pensione ha dichiarato che le coperture precedentemente attivate erano già sufficienti, il 22,2% dichiarava di essere in fase di valutazione, non escludendo comunque il ricorso ad alternativi e il 14,8% ha escluso ogni approccio agli alternativi.

Tra i fondi sanitari ne esce confermato l'approccio di grande cautela verso tali investimenti dato che il 70,0%, pur ammettendo di valutare eventuali coperture rispetto all'inflazione, ha escluso comunque il ricorso agli attivi non tradizionali e un ulteriore 30% ha dichiarato che non fossero necessarie ulteriori coperture. Soltanto il 10% ha dichiarato di non escludere il ricorso agli alternativi qualora si dovesse rendere necessario a seguito di valutazioni delle coperture già adottate.

L'analisi delle azioni poste in essere dà evidenza di pochi fondi pensione (3,7%) che hanno dichiarato di aver aumentato la quota di investimenti obbligazionari, nessun soggetto ha agito sul lato dell'equity.

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



* Risposte multiple. La base dati è costituita dai soggetti che hanno risposto No alla domanda se nel corso dell'ultimo anno si siano verificati eventi che potrebbero spingere l'ente a investire in alternativi

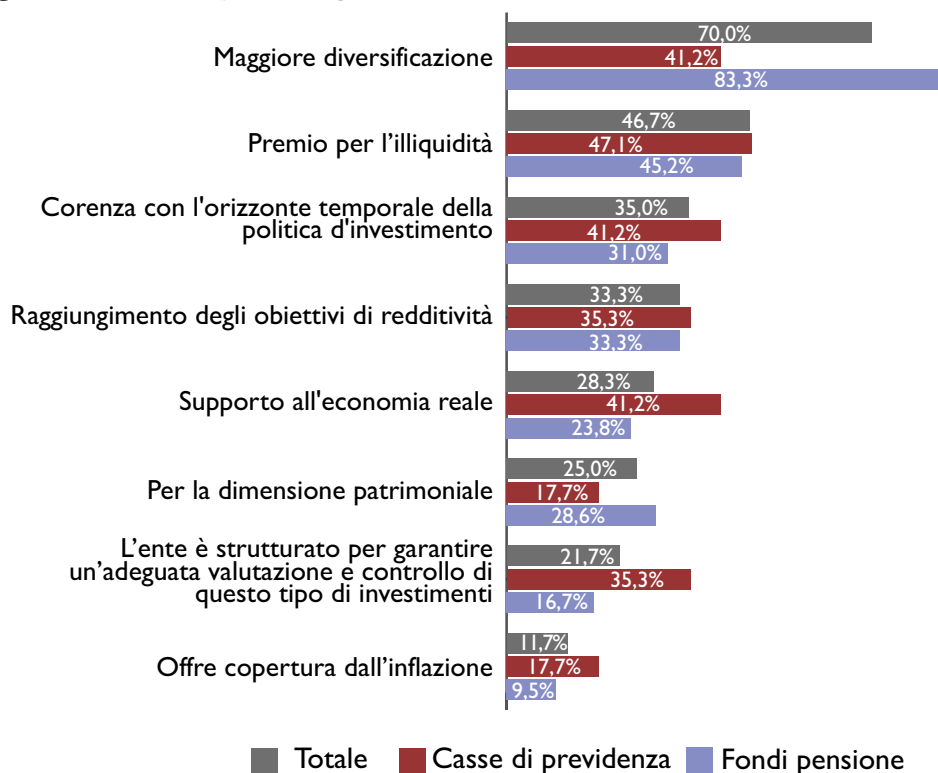
GLI ENTI CHE INVESTONO IN ALTERNATIVI

Da parte dei fondi pensione, di gran lunga, la principale ragione adottata a giustificazione dell'investimento in alternativi è rappresentata dalla necessità di aumentare la diversificazione del portafoglio (83,3%), presumibilmente una situazione che risente del contesto macroeconomico preesistente all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e della quota molto consistente di investimenti a reddito fisso in portafoglio, specialmente governativi. Si tratta di una evidenza rafforzata da un ulteriore 33,3% di rispondenti che hanno individuato esplicitamente nella prolungata fase di bassi tassi di interesse la ragione dell'investimento in alternativi.

Un'altra motivazione significativa è rappresentata dalla maggiore redditività attesa degli investimenti alternativi rispetto a quelli tradizionali in ragione della loro illiquidità (45,2%) e della coerenza di tali investimenti con l'orizzonte della politica d'investimento (31,0%).

Le principali ragioni del mancato investimento (adeguatezza dei presidi di controllo e dimensione patrimoniale) assumono scarsa rilevanza nel contesto della scelta di investire in alternativi, al pari della copertura del rischio inflazione. Non senza qualche sorpresa, scarsa rilevanza è attribuita anche al tema del supporto all'economia reale, in un contesto nel quale molte delle iniziative d'investimento avviate negli ultimi mesi sono contraddistinte dalla presenza di un focus sul mercato italiano.

Figura 3.1 - *Per quali ragioni detiene investimenti alternativi*?*



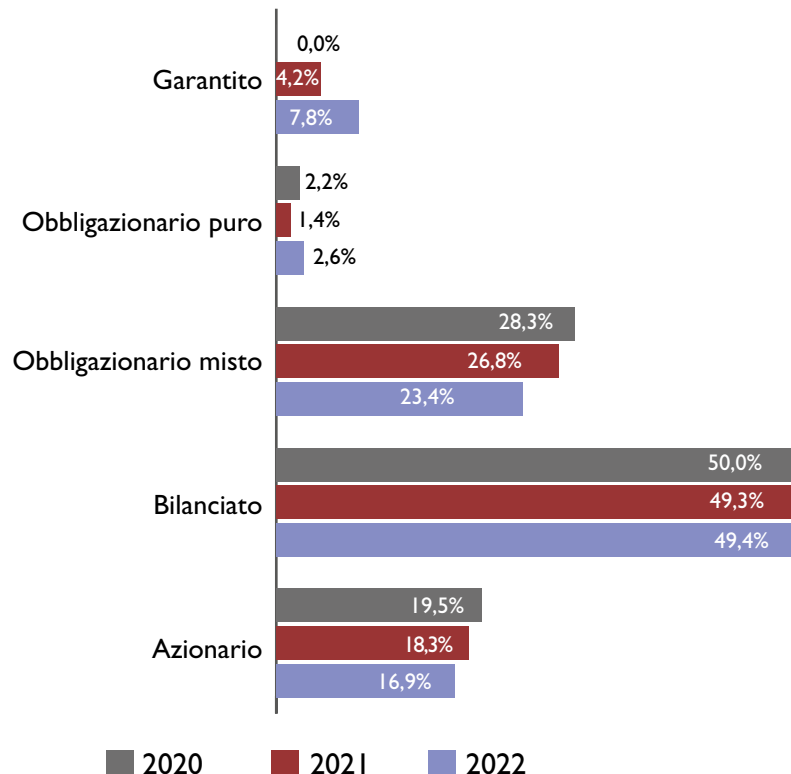
*Risposte multiple

Le casse di previdenza rappresentano il principale investitore in alternativi tra gli enti considerati e la principale ragione all'investimento è connessa alla ricerca di una elevata redditività (premio per l'illiquidità garantisce performance adeguate agli obiettivi della politica d'investimento 47,1%).

Particolare importanza è attribuita al tema del supporto all'economia reale (41,2%) come pure alla maggiore diversificazione del portafoglio e alla coerenza dell'orizzonte temporale di tali investimenti con quello della politica d'investimento attuata. Non trascurabile il tema dell'adeguatezza dei presidi di controllo (35,3%).

Nell'83,3% dei fondi pensione gli investimenti in alternativi sono allocati in uno o più comparti, generalmente quelli con maggiore patrimonio (comparti bilanciati 49,4% e obbligazionari misti 23,4) e con un profilo di rischio più elevato (comparti azionari 16,9% del totale). Da segnalare la crescita delle linee garantite con patrimoni allocati in investimenti non tradizionali. Si tratta di un fenomeno già emerso nel 2021 e che nella rilevazione in commento si è ulteriormente rafforzato (7,8%). Presumibilmente le ragioni di tali scelte sono da ricercare nel prolungato periodo di bassi tassi di interesse; sarà interessante verificare se la svolta nelle politiche monetarie degli ultimi mesi porterà a una stabilizzazione di tale fenomeno o se, di contro, continuerà a crescere.

Figura 3.2 - *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'11,7% del patrimonio considerato. Tali investimenti sono allocati per la gran parte in fondi alternativi immobiliari (10,4%) e in misura più contenuta in immobili detenuti direttamente (1,3%). Gli investimenti allocati nelle altre classi di attivo non tradizionali rappresentano quote molto più contenute di patrimonio (private equity 3,5%, infrastrutture 1,8%, alternativi liquidi 0,5%, private debt 1,6%, venture capital 0,1%).

Le ragioni di tale assetto affondano nella storia 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 18,3% degli attivi⁵.

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 portafoglio⁶. 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.

Le distribuzioni degli attivi non tradizionali delle casse di previdenza e dei fondi pensione presentano, nella sostanza, dinamiche simili: in ambedue i casi prevale l'investimento immobiliare (20,7% nel caso delle casse, 2,5% nel caso dei fondi pensione), realizzato soprattutto tramite fondi immobiliari e in misura sempre più contenuta tramite investimenti diretti⁷; l'allocazione in altri investimenti alternativi assume un peso contenuto. La differenza sostanziale risiede nell'ammontare complessivo dell'allocazione in alternativi, molto più elevato nel caso delle casse di previdenza rispetto a quanto avviene nei fondi pensione.

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 la distribuzione settoriale per la scarsa numerosità del sotto-campione.

⁵ Cfr. Quadro di sintesi delle politiche d'investimento delle casse di previdenza per il 2021, Covip.

⁶ Nel 2022 l'investimento immobiliare complessivo dei fondi pensione preesistenti rappresentava il 7,6% del patrimonio (Cfr. Relazione Covip per l'anno 2022).

⁷ Nel caso dei fondi pensione, la gestione immobiliare diretta afferisce ai soli fondi preesistenti, essendo tale modalità di investimento preclusa alle forme pensionistiche di nuova istituzione.

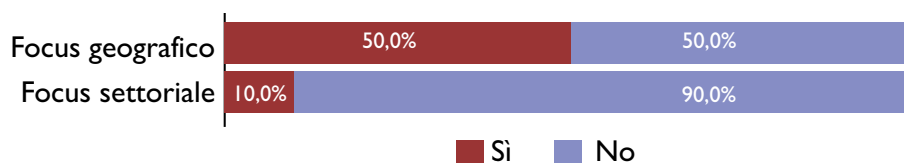
Tabella 3.1 - *Il patrimonio degli enti che detengono alternativi*

	TOTALE	CASSE DI PREVIDENZA	FONDI PENSIONE
Liquidità	3,7%	4,6%	2,6%
Azioni	22,6%	20,1%	25,2%
Obbligazioni	45,6%	41,4%	50,1%
Private equity	3,5%	4,6%	2,3%
Real Estate - Fia	10,4%	18,9%	1,7%
Real Estate - Gestione diretta	1,3%	1,8%	0,8%
Private debt	1,6%	1,8%	1,4%
Venture Capital	0,1%	0,1%	0,0%
Infrastrutture	1,8%	3,0%	0,6%
Hedge funds	0,5%	1,1%	0,0%
Polizze	7,3%	0,2%	14,7%
Altro	1,5%	2,4%	0,6%

FOCUS GEO-SETTORIALE E SOSTENIBILITÀ DEGLI INVESTIMENTI ALTERNATIVI

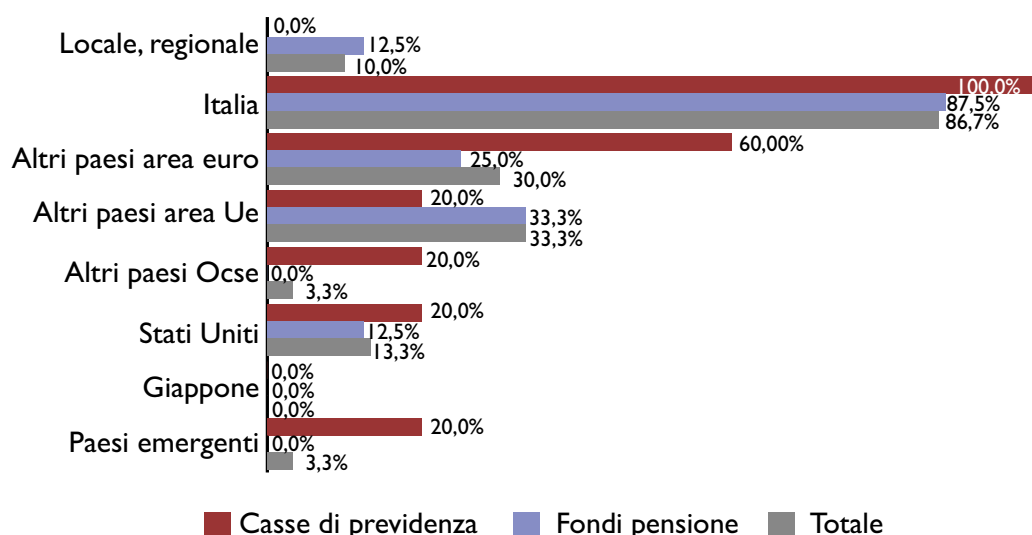
Tra gli intervistati che hanno dichiarato di detenere in portafoglio investimenti alternativi il 50% prevede, a livello strategico, uno specifico focus geografico, contrariamente a quanto avviene in merito al settore di attività che è raramente oggetto di attenzione in questa fase del processo di investimento.

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, 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. Tre fondi pensione hanno dichiarato di aver scelto strategicamente un focus locale/regionale, due casse di previdenza hanno deciso di rivolgere la propria attenzione ai paesi emergenti.

Figura 4.2 - *Focus geografico negli investimenti alternativi**



* Risposte multiple

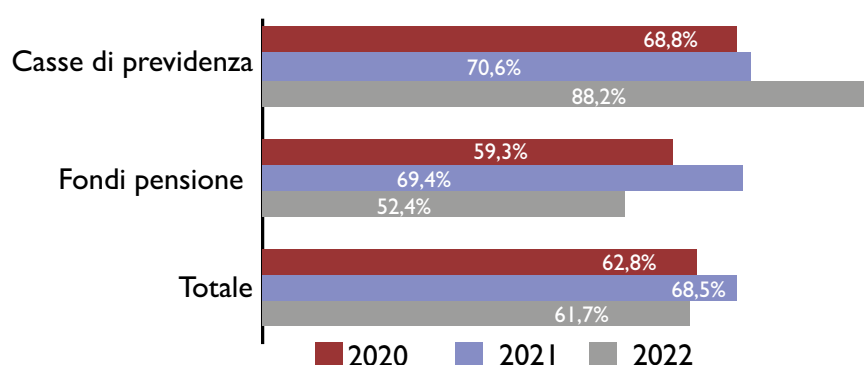
In merito al settore di attività, complessivamente solo il 10% degli intervistati dichiara di considerarlo come fattore discriminante. Ove

questo accade, il real estate, le infrastrutture, il settore industriale e quello 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 agli investimenti: il 61,7% 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 (2020-2022)*

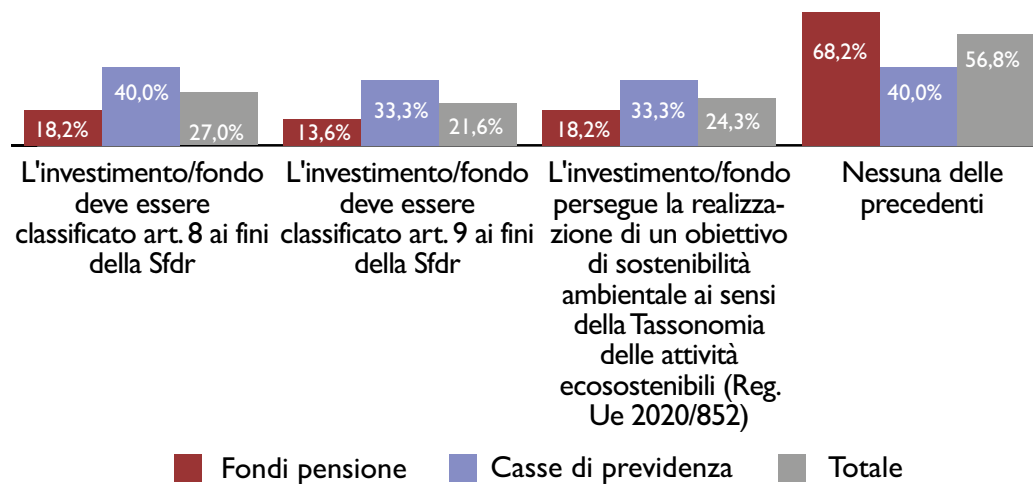


Il dato, complessivamente in calo rispetto agli anni precedenti, risente dell'importante riduzione dei fondi pensione che dichiarano di considerare aspetti di sostenibilità nella selezione degli investimenti alternativi. In particolare, il valore relativo ai fondi pensione si è ridotto di circa 17 punti 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 destato i primi effetti 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 (+ 17,6% rispetto al 2021).

Le risposte relative ai criteri utilizzati per la selezione degli investimenti/fondi confermano l'approccio prudentiale dei fondi pensione.

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



LE MODALITÀ DI INVESTIMENTO

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

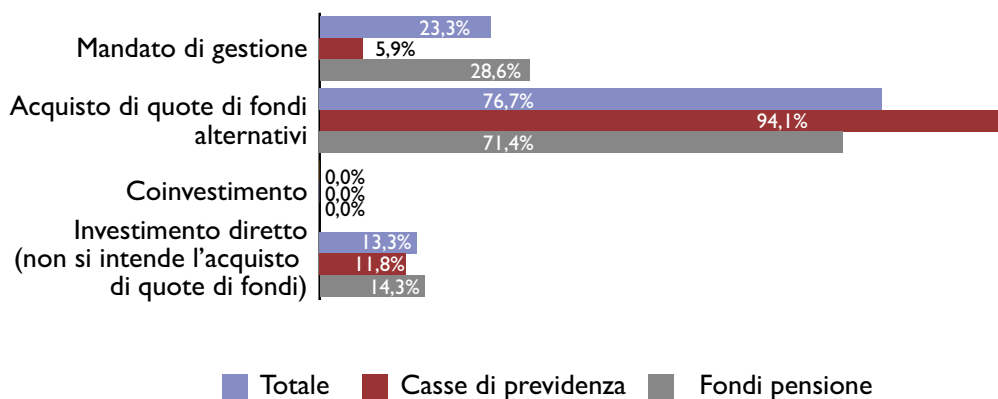
- investimento diretto ossia ingresso nel capitale di rischio o in qualità di creditori di una o più aziende coinvolte in un determinato progetto (ad es. infrastrutturale). Si tratta di un'opzione percorribile da fondi pensione preesistenti e casse di previdenza
- acquisto di quote di fondi che effettuano investimenti alternativi
- affidamento di mandati di gestione
- co-investimento ossia investimento effettuato in affiancamento a un investitore principale, in modo da beneficiare direttamente delle competenze e della struttura organizzativa di quest'ultimo. Si tratta di un'opzione percorribile dalle sole casse di previdenza.

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, il 94,1% 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 (11,8%).

Figura 5.1 - *Le modalità di investimento in alternativi**

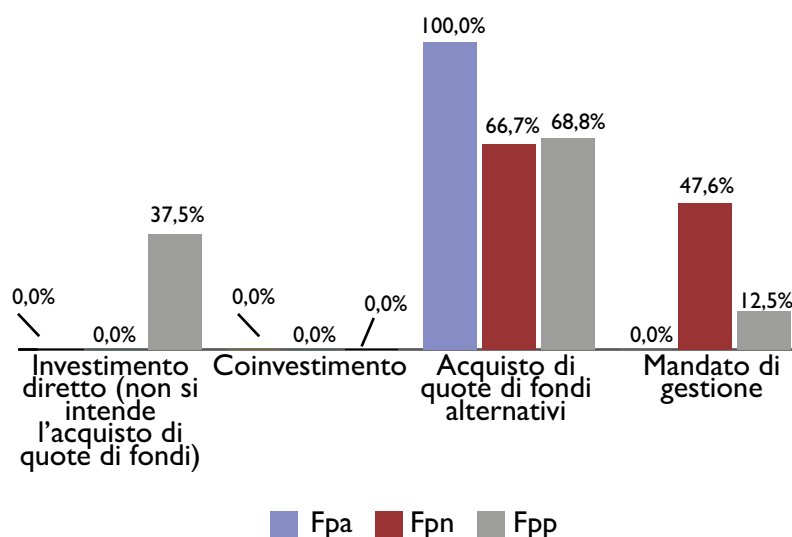


* Risposte multiple

L'acquisto di quote di fondi è la modalità scelta anche dal 71,4% dei fondi pensione; il 28,6% ha dichiarato di investire in alternativi per il tramite del mandato di gestione, prevalentemente fondi pensione di natura negoziale, in questo modo mantenendo la coerenza con il proprio modello gestionale, occupandosi della fase strategica del processo di investimento e delegando al gestore l'attività di selezione dei prodotti. Il 14,3% 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 Fpn (66,7%) e nei Fpp (68,8%). Mentre nei fondi di natura negoziale assume un ruolo importante anche l'investimento tramite il mandato di gestione (47,6%), tale modalità è utilizzata in modo residuale dai Fpp (12,5%) che sembrano privilegiare l'investimento diretto (37,5%).

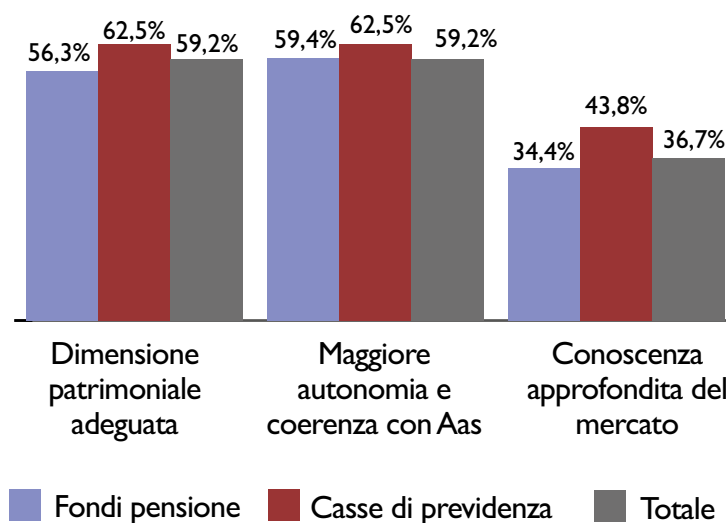
Figura 5.2 - Le modalità di investimento dei fondi pensione*



* Risposte multiple

Il 94,1% delle casse e il 76,2% dei fondi pensione dichiara di effettuare singolarmente gli investimenti alternativi. Le motivazioni con cui casse e fondi pensione giustificano tale scelta sono la possibilità di disporre di maggiore autonomia e coerenza con l'asset allocation strategica e gli obiettivi di lungo termine (62,5% Casse e 59,4% Fondi pensione), la dimensione patrimoniale e la struttura organizzativa sufficiente (62,5% casse e 56,3% fondi pensione), la disponibilità di know how strutturato all'interno dell'organizzazione (43,8% le casse e 34,4% fondi pensione).

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



* *Risposte multiple*

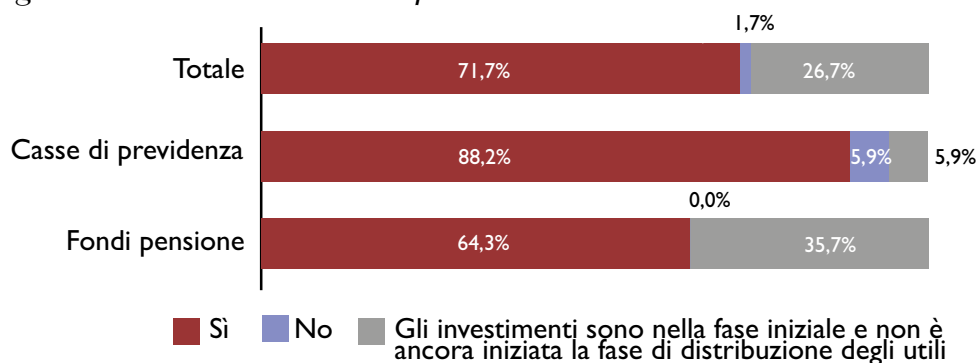
Le iniziative consortili continuano ad essere una modalità particolarmente utilizzata dagli Enti previdenziali di secondo pilastro. I fondi pensione Foncer, Fondenergia, Gommaplastica, Pegaso e Previmoda hanno avviato l'investimento in private equity (cfr. Progetto Iride), i fondi pensione Fopen, Gommaplastica, 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 di riuscire a raggiungere in questo modo dimensioni consistenti in termini di masse e di beneficiare di un profilo dei costi più favorevole (entrambi 83,3%), in seconda battuta di poter condividere know how ed expertise con gli altri Enti.

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 71,7% 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. Solo il 5,9% delle Casse di previdenza ritiene i rendimenti non in linea con le proprie aspettative.

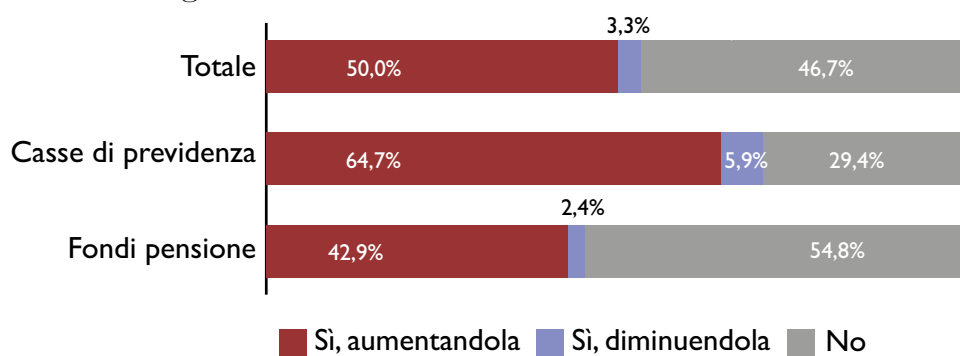
Figura 6.1 - *Rendimenti e aspettative*



Alla domanda relativa a eventuali modifiche già effettuate o pianificate in relazione alla propria esposizione in alternativi, il 50% degli intervistati ha dichiarato di aver rivisto o pianificato di rivedere in aumento la propria quota di investimenti in tali asset class (cfr figura 6.2). Tra le altre ragioni l'inflazione è uno dei fattori motivanti questa scelta per il 40% degli intervistati.

Il calo della redditività di alcune asset class tradizionali, la necessità di costruire portafogli sempre più diversificati e la dichiarata soddisfazione in relazione alla redditività degli investimenti sembrano dunque elementi che impatteranno con ogni 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.

Figura 6.2 - *Modifiche o pianificazione di modifiche all'esposizione ad alternativi negli ultimi 12 mesi*



ENTI PARTECIPANTI ALL'OSSERVATORIO

FONDI PENSIONE

Agrifondo - Fondo pensione complementare a capitalizzazione per gli operai agricoli e florovivaisti e per i quadri e gli impiegati agricoli

Alifond - Fondo nazionale pensione complementare a capitalizzazione per i lavoratori dell'industria alimentare e dei settori affini

Allianz Previdenza - Fondo pensione aperto a contribuzione definita

Arca Previdenza - Fondo pensione aperto

Arco - Fondo nazionale pensione complementare

Astri - Fondo nazionale di previdenza complementare per i lavoratori del settore autostrade, strade, trasporti e infrastrutture

Azimut Previdenza - Fondo pensione aperto

Azione di Previdenza - Fondo pensione aperto

Byblos - Fondo nazionale pensione complementare per i lavoratori delle aziende esercenti l'industria della carta e del cartone, delle aziende grafiche ed affini e delle aziende editoriali

Cassa di previdenza dei dipendenti del Gruppo Credito Emiliano

Cassa di previdenza per il personale del Monte dei Paschi di Siena

Cometa - Fondo nazionale pensione complementare per i lavoratori dell'industria metalmeccanica, della installazione di impianti e dei settori affini

Core Pension - Fondo pensione aperto

Espero - Fondo nazionale pensione complementare per i lavoratori della scuola

Eurofer - Fondo pensione nazionale a capitalizzazione per i lavoratori delle ferrovie dello stato

Fipdaf - Fondo integrativo previdenza dirigenti aziende Fiat

Fon.Te - Fondo pensione complementare per i dipendenti da aziende del terziario (commercio, turismo e servizi)

Foncer - Fondo pensione complementare a capitalizzazione per i lavoratori dipendenti dell'industria delle piastrelle di ceramica e di materiali refrattari

Fonchim - Fondo pensione complementare a capitalizzazione per i lavoratori dell'industria chimica e farmaceutica e dei settori affini

Fondaereo - Fondo pensione complementare naviganti del trasporto aereo - piloti e assistenti di volo

Fondapi - Fondo nazionale pensione complementare per i lavoratori delle piccole e medie imprese

Fondemain - Fondo pensione complementare per i lavoratori operanti nel territorio della Regione Autonoma Valle d'Aosta

Fondenergia - Fondo pensione complementare a capitalizzazione del settore energia

Fondo di previdenza per i dirigenti di aziende commerciali e di spedizione e trasporto Mario Negri

Fondo pensione nazionale per il personale delle banche di credito cooperativo casse rurali ed artigiane

Fondo Aggiuntivo per il Personale del Banco di Sardegna

Fondo Gommaplastica - Fondo pensione complementare a capitalizzazione per i lavoratori dell'industria della gomma, cavi elettrici ed affini e delle materie plastiche

Fondo nazionale pensione complementare Perseo Sirio

Fondo pensione a contribuzione definita del Gruppo Intesa Sanpaolo

Fondo pensione a prestazione definita del Gruppo Intesa Sanpaolo

Fondo pensione aperto Arti & Mestieri

Fondo pensione aperto Aureo (BCC Risparmio & Previdenza)

Fondo Pensione aperto PensPlan Profi (Euregio Plus SGR)

Fondo pensione aperto Previgest Fund Mediolanum

Unipolsai Previdenza Fpa

Fondo pensione complementare a capitalizzazione per gli esercenti le professioni sanitarie - Fondosanita

Fondo pensione dei dipendenti delle imprese del Gruppo Unipol

Fondo Pensione dei dipendenti delle società assicuratrici del gruppo SARA Assicurazioni s.p.a.

Fondo pensione dirigenti del Gruppo Enel

Fondo pensione dirigenti Gruppo Eni
 Fondo pensione FNM
 Fondo pensione Gruppo bancario Credit Agricole Italia
 Fondo pensione Monte dei Paschi di Siena
 Fondo pensione per gli Agenti professionisti di assicurazione
 Fondo pensione per i dipendenti del Gruppo bancario Credito Valtellinese
 Fondo pensione per i dipendenti e dirigenti IBM
 Fondo pensione per il personale della Deutsche Bank S.p.A.
 Fondo pensione per il personale delle aziende del Gruppo Unicredit
 Fondo pensione Previbank
 Fondo pensione quadri e capi Fiat
 Fondo pensioni del personale del Gruppo Bnl/Bnp Paribas Italia
 Fondo pensioni per il personale Cariplo
 Fondo Sindacale di Previdenza Integrativa dei Giornalisti Italiani
 Fondoposte - Fondo nazionale pensione complementare per il personale non dirigente di poste italiane S.p.A.
 Fontedir - Fondo pensione complementare dirigenti Gruppo Telecom Italia
 Fopen - Fondo pensione dipendenti Gruppo Enel
 Insieme - Fondo pensione aperto a contribuzione definita
 Laborfonds - Fondo pensione complementare per i lavoratori dipendenti dai datori di lavoro operanti nel territorio del Trentino Alto Adige
 Mediafond - Fondo pensione complementare a contribuzione definita
 Nobis Fondo di Previdenza
 Pegaso - Fondo pensione complementare per i dipendenti delle imprese di servizi di pubblica utilità
 Prevaer - Fondo pensione complementare nazionale per i lavoratori quadri, impiegati ed operai delle aziende aderenti ad Assaeroporti
 Prevedi - Fondo pensione complementare per i lavoratori delle imprese industriali ed artigiane edili ed affini
 Previdenza Cooperativa - Fondo pensione nazionale a capitalizzazione dei lavoratori, soci e dipendenti delle imprese cooperative e per i lavoratori dipendenti addetti ai lavori di sistemazione idraulico-forestale ed idraulico-agraria
 Previdenza per Te - Fondo pensione aperto AXA-MPS
 Previmoda - Fondo pensione complementare a capitalizzazione per i lavoratori dell'industria tessile-abbigliamento, delle calzature e degli altri settori industriali del sistema moda
 Previndai fondo pensione
 Previp fondo pensione
 Priamo - Fondo pensione nazionale di previdenza complementare per i lavoratori addetti ai servizi di trasporto pubblico e per i lavoratori dei settori affini
 Seconda Pensione Fondo Pensione Aperto
 Solidarietà Veneto fondo pensione
 Telemaco - Fondo nazionale pensione complementare per i lavoratori delle aziende di telecomunicazione

FONDI SANITARI

Assidai - Fondo di assistenza sanitaria integrativa dirigenti aziende industriali
 Campa - Mutua sanitaria integrativa
 Cassa mutua nazionale per il personale della BCC
 Cassa Prevint
 EBM Salute
 Fisdè
 Fondo Asim - Fondo di assistenza sanitaria integrativa del settore delle imprese esercenti servizi di pulizia, servizi integrati/multiservizi
 Fondo assistenza fra il personale del Gruppo Banco Popolare
 Fondo sanitario integrativo del Gruppo Intesa Sanpaolo
 Sani-Fond - Fondo sanitario integrativo dell'artigianato dell'Alto Adige
 Sanimoda - Fondo di assistenza sanitaria integrativa per i lavoratori dell'industria della Moda
 Uni.C.A. - Unicredit Cassa Assistenza

CASSE DI PREVIDENZA

Cipag - Cassa italiana di previdenza e assistenza dei geometri liberi professionisti
Cnpr - Cassa nazionale di previdenza e assistenza a favore dei ragionieri e periti commerciali
Cassa nazionale di previdenza e assistenza forense
Cnpade - Cassa nazionale di previdenza e assistenza dei dottori commercialisti
Enpacl- Ente nazionale di previdenza e assistenza per i consulenti del lavoro
Enpaf - Ente nazionale di previdenza e assistenza farmacisti
Enpaia - Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura
Enpam - Ente nazionale di previdenza e assistenza dei medici e degli odontoiatri
Enpap - Ente nazionale di previdenza e assistenza per gli psicologi
Enpapi - Ente nazionale di previdenza e assistenza della professione infermieristica
Enpav - Ente nazionale di previdenza e assistenza veterinari
Epap - Ente di previdenza e assistenza pluricategoriale
Eppi - Ente di previdenza dei periti industriali e dei periti industriali laureati
Fasc - Fondo agenti spedizionieri e corrieri
Fondazione Enasarco - Ente nazionale di assistenza degli agenti e rappresentanti di commercio
Inarcassa - Cassa nazionale di previdenza e assistenza per gli ingegneri e architetti liberi professionisti
Inpgi - Istituto Nazionale di Previdenza dei giornalisti italiani Giovanni Amendola

