



**2021**

# Investitori Istituzionali Italiani e Private Capital

**AIFI**

Associazione Italiana del Private Equity,  
Venture Capital e Private Debt

**Terzi&Partners**

## ***SURVEY HIGHLIGHTS***

Il Report tratta del posizionamento degli Investitori Istituzionali Italiani nel mercato del Private Capital. L'obiettivo della ricerca è migliorare la conoscenza dell'orientamento degli Istituzionali verso questo settore, esaminando gli investimenti realizzati e l'attuale *asset allocation* di portafoglio. Sono state approfondite anche le motivazioni sottostanti, le strutture organizzative poste a presidio di questi investimenti, e la possibile evoluzione dell'attitudine verso questa asset class. Il report fornisce, in aggiunta, comparazioni con le politiche d'investimento e le preferenze degli Investitori Istituzionali Internazionali, con lo scopo di offrire un benchmark rispetto al posizionamento degli operatori domestici.

Le informazioni e i dati sottostanti le analisi sono state raccolte tramite una *survey* indirizzata a Investitori Istituzionali rientranti nella categoria di Investitori Previdenziali Italiani.

Gli operatori che hanno deciso di aderire al progetto sono stati complessivamente 44, così suddivisi: 14 *Casse di Previdenza*, 12 *Fondi Pensione Preesistenti* e 18 *Fondi Pensione Negoziati*.

In aggiunta le evidenze riscontrate sono state discusse con alcuni aderenti tramite video conferenze.

L'analisi dei dati raccolti è stata rafforzata da una consultazione dei bilanci degli Investitori, dei report dei Regulatori, e da uno studio del contesto normativo in cui operano gli Investitori Previdenziali. Per gli Internazionali si è fatto ricorso a banche dati, oltre che a report e pubblicazioni internazionali.

Agli obiettivi di breve-medio termine, si accompagna, laddove l'iniziativa confermasse l'interesse dei soggetti partecipanti, l'aspirazione di trasformare il report in un barometro periodico che permetta di tenere traccia delle evoluzioni delle politiche di investimento degli Istituzionali per l'asset class Private Capital.

La ricerca è stata condotta congiuntamente dal team di Aifi e di Terzi&Partners, guidato rispettivamente da Anna Gervasoni e Vittorio Terzi.



## EXECUTIVE SUMMARY

Il settore degli investimenti alternativi sta attraversando una importante fase di evoluzione. È un macrosettore, oggi denominato Private Capital, che include, a fianco del più tradizionale segmento del **Private Equity**, anche altri segmenti di investimenti illiquidi come il **Venture Capital**, **Private Debt**, **l'Immobiliare**, parte delle **Infrastrutture e il Secondario**. La crescita recente è stata intensa e gli attivi in gestione sono passati da \$ 2.700 miliardi nel 2010 a \$ 7.300 miliardi nel 2020<sup>1</sup> a livello mondiale. Molti LP a fronte del recente aumento del peso di questa asset class, stanno riallineando le loro aspettative di performance. Non più attenzione al ritorno assoluto (il 20% promesso e conseguito da molti GP) o rincorsa del rendimento assoluto. Gli LP si aspettano ritorni migliori di quelli conseguibili sui mercati regolamentati e per guadagnare il loro interesse non è necessario prospettare rendimenti almeno pari al 20%, **è sufficiente essere costanti nel tempo nel battere questi mercati**. Negli ultimi 20 anni gli AUM misurati al NAV di settore sono cresciuti di un fattore 10x, **(circa tre volte la crescita della capitalizzazione dei mercati azionari nello stesso periodo)**. Il numero di operatori a livello mondiale è passato da meno di 1.000 all'inizio del secolo attuale a oltre 11.000 oggi. La storia recente, influenzata dalla pandemia del Covid 19, conferma la buona resilienza del settore. Nel 2020 il fundraising complessivo dei Private Markets ha subito una caduta di oltre il 20%<sup>2</sup> rispetto al 2019 a livello mondiale, trainato dalla contrazione dell'asset class Private Equity (sola eccezione in Europa). Ma a fronte di un rallentamento severo del fundraising nella prima parte dell'anno, nel secondo semestre si è registrato un robusto e immediato recupero e nella prima parte del 2021 il trend positivo sta continuando.

Per molti investitori l'allocazione di quote dei portafogli ai Private Markets non è più una scelta residuale ma è diventata una decisione primaria. Negli ultimi 10 anni la quota allocata dagli Istituzionali a livello mondiale è passata dal 15% al 22%<sup>3</sup> dei portafogli e i sondaggi recenti evidenziano un trend di ulteriore crescita. Gli investitori apprezzano l'offerta di strategie di investimento diversificate e la possibilità di realizzare in continuità rendimenti superiori ai public markets. Secondo recenti analisi i Private Markets negli ultimi 20 anni hanno conseguito un ritorno annualizzato superiore di 350 bp rispetto all'indice S&P 500<sup>4</sup>.

Il sondaggio proposto in questo report dimostra che **anche in Italia il settore del Private Capital sta vivendo questa evoluzione**, sia pure con qualche ritardo rispetto a sistemi finanziari simili. Hanno partecipato al sondaggio gli attori chiave del **sistema previdenziale italiano** ovvero le Casse di Previdenza (enti di diritto privato che svolgono funzione previdenziale pubblica), i Fondi Pensione Preesistenti (promossi da banche e assicurazioni o nell'ambito di contrattazioni collettive), i Fondi Pensione Negoziali (secondo pilastro della previdenza complementare insieme a Preesistenti). È un universo che raccoglie patrimonio da investire per complessivi € 208 Mld<sup>4</sup>. I partecipanti a questo sondaggio detengono € 146 Mld (70% del totale). Questi Investitori perseguono in generale una gestione prudente e si pongono come obiettivi primari la diversificazione di portafoglio e un profilo di rischio e rendimento prudente. La loro apertura al Private Capital è recente e, a oggi, ha determinato investimenti per una quota pari al 16% del patrimonio (ca. €23 Mld), dimostrando un trend promettente. L'accelerazione (in particolare per i Fondi Negoziali) è stata favorita dal rilascio dei vincoli normativi all'investimento, verificatosi nel 2015. Risulta importante evidenziare come il 16% del patrimonio investito in Private Capital sia un dato che riguarda esclusivamente gli Investitori che già partecipano a questo mercato. Se nel computo si fossero considerati anche gli Investitori che attualmente non presentano investimenti in Private Capital (25% dei partecipanti), si sarebbe ottenuta una stima più conservativa, circa del 11%.

---

<sup>1</sup> Preqin (2020). *The Future of Alternatives 2025*

<sup>2</sup> PitchBook (2021). *Private Fund Strategies - Q1 2021*

<sup>3</sup> Hamilton Lane (2020). *Private Markets Survey*

<sup>4</sup> Fonti utilizzate: COVIP, Ministero della Salute, Ania, Acri, Ivass, Bilanci degli Investitori Previdenziali

Il sondaggio ha contribuito alla costruzione di un quadro ricco di spunti per la partecipazione futura degli Investitori Italiani a questo settore.

- **Obiettivi degli investimenti in Private Capital.** Le motivazioni che spingono questi Investitori a espandere la quota di patrimonio investito in Private Capital includono (oltre al perseguimento degli obiettivi generali di diversificazione e di profilo rischio/rendimento), la ricerca di rendimenti migliori rispetto alle alternative di investimento tradizionali e la decorrelazione dai mercati regolamentati. Queste motivazioni avvicinano gli Investitori domestici agli internazionali che pongono una particolare attenzione all'obiettivo di miglioramento e stabilizzazione dei rendimenti del patrimonio.
- **Asset allocation.** L'asset allocation dei fondi domestici nei segmenti del Private Capital è sbilanciata verso i fondi immobiliari (specialmente nel caso delle Casse Previdenziali e dei Fondi Preesistenti), in particolare per effetto di vincoli normativi storici alle politiche di investimento la cui recente rimozione ha determinato l'avvio di un processo di allineamento dei portafogli domestici a quelli internazionali, più esposti nei segmenti di PE/VC. Sulla base delle dichiarazioni espresse dagli Investitori questo riequilibrio di allocazione verso le altre asset class dovrebbe continuare nei prossimi anni. L'interesse maggiore va ai fondi PE Growth e Buy Out nel contempo si registra una crescente attenzione per il Private Debt. Continua invece a essere poco considerato il segmento del Secondario (molto apprezzato dagli Investitori Internazionali).
- **Gestione degli investimenti.** Per le scelte di gestione gli Investitori domestici preferiscono affidarsi a Gestori (italiani e europei) che vengono selezionati in prevalenza sulla base di criteri economici (trasparenza dei costi, management fees) e dell'orientamento all'impact investing. La qualità del team di gestione e dei processi decisionali e l'allineamento di interesse del gestore con gli investitori, criteri primari di selezione per gli Investitori Internazionali, stanno incominciando solo oggi ad acquisire una rilevanza nelle decisioni dei domestici.
- **Rendimenti degli investimenti.** I rendimenti realizzati rispetto alle attese riflettono la diversa esperienza dei partecipanti al sondaggio. L'ampiezza del gap è in proporzione inversa con la tempistica di apertura dell'investitore al Private Capital. Gli investitori che si sono aperti prima agli investimenti in Private Markets dimostrano un maggior allineamento tra obiettivi di performance e risultati di gestione. In generale gli Investitori Italiani si trovano in una fase iniziale rispetto agli Internazionali che, essendo entrati in questo settore molto prima, oggi possono vantare una più profonda conoscenza e esperienza su questo tipo di investimenti.
- **Monitoraggio degli investimenti.** La gestione degli Investitori domestici è in prevalenza statica (solo il 5% adotta iniziative di ricomposizione del portafoglio prima delle scadenze naturali degli investimenti), prevede una revisione poco frequente degli investimenti, fa riferimento in prevalenza a indicatori interni di performance, pone l'attenzione su variabili macroeconomiche e livelli dei tassi di interesse (meno su volatilità dei mercati).
- **Organizzazione a presidio del Private Capital.** Le decisioni di investimento sono demandate al Consiglio di Amministrazione di queste entità che spesso si avvale del supporto di advisor esterni (66% dei casi). L'organizzazione a presidio tecnico degli investimenti di solito prevede una persona incaricata come figura responsabile, in alcuni casi alla guida di un team dedicato a seguire tutto il portafoglio e, molto meno frequente, organizzato in unità specializzate sulle diverse asset class. Ciò è prevalentemente dettato dalle dimensioni contenute degli Investitori in termini di patrimonio in gestione, soprattutto nel caso dei Fondi Pensione.



Il messaggio principale che emerge da questo sondaggio è che anche in Italia il Private Capital sta diventando uno strumento che arricchisce il bagaglio di soluzioni disponibili per la gestione del patrimonio degli Investitori Istituzionali domestici. In Italia il settore sta vivendo una fase di evoluzione, come nel resto del mondo, anche se con un certo ritardo rispetto a sistemi economici comparabili. Le recenti aperture regolamentari hanno dato un impulso alla crescita e stanno spingendo gli operatori verso la fase più dinamica della curva di esperienza di settore. La prospettiva è incoraggiante e l'aspettativa per i prossimi anni è di assistere a una crescita delle masse e delle quote di patrimoni allocate al Private Capital, a una diversificazione crescente delle scelte di allocazione negli specifici segmenti, al ricorso crescente al Secondario come strumento per dare liquidità e per consentire i necessari adattamenti delle strategie di investimento, al rafforzamento continuo delle competenze e dei presidi adottati dagli Investitori. La trasformazione di questo sondaggio in un barometro periodico aiuterà a seguire questa evoluzione nel tempo e, ove necessario, a sostenerla con opportuni interventi presso gli operatori e il regolatore.

## **INDICE**

<b>1</b>	<b>PREFAZIONE: L'AVANZATA DEL PRIVATE CAPITAL</b>	<b>6</b>
<b>2</b>	<b>INVESTITORI ISTITUZIONALI: CASSE E FONDI</b>	<b>8</b>
<b>3</b>	<b>INVESTIMENTI IN PRIVATE CAPITAL DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI</b>	<b>13</b>
<b>4</b>	<b>ASSET ALLOCATION</b>	<b>19</b>
<b>5</b>	<b>SELEZIONE DEGLI INVESTIMENTI</b>	<b>24</b>
<b>6</b>	<b>RENDIMENTI DEGLI INVESTIMENTI IN PRIVATE CAPITAL</b>	<b>27</b>
<b>7</b>	<b>MONITORAGGIO DEGLI INVESTIMENTI IN PRIVATE CAPITAL</b>	<b>30</b>
<b>8</b>	<b>ORGANIZZAZIONE</b>	<b>33</b>

## 1. PREFAZIONE: L'AVANZATA DEL PRIVATE CAPITAL

Con il termine **Private Capital** indichiamo tutte le asset class finanziarie relative a investimenti illiquidi ovvero segmenti dove non è disponibile un *mark to market* rilevato con frequenza regolare. È un macrosettore che include, a fianco del più tradizionale segmento del **Private Equity**, anche segmenti come il **Venture Capital**, **Private Debt**, l'**Immobiliare** e anche parte delle **Infrastrutture**. Il recente diffondersi del termine Private Capital è un segnale evidente dell'**evoluzione che il settore degli investimenti alternativi sta vivendo** e delle innovazioni che si stanno verificando rispetto al tradizionale mondo del Private Equity a cui siamo abituati.

Il settore dei Private Capital sta attraversando un lungo ciclo di intensa crescita a livello mondiale. Gli attivi in gestione sono passati da \$ 4.700 miliardi nel 2016 a \$ 7.300 miliardi nel 2020<sup>5</sup>. Se le scelte di allocazione non cambiano nei prossimi 3-4 anni si stima che il settore potrebbe continuare a crescere in modo organico per circa altri \$700 miliardi a livello mondiale. Una crescita così intensa è alimentata da numerosi fattori, e più di recente, dalla ricerca di rendimenti in uno **scenario perdurante di tassi di interesse bassi quasi nulli, unito all'imminente aumento del tasso di inflazione, nonché da un crescente convincimento sul potenziale di questa asset class da parte degli Investitori**. Le aspettative di ritorno sul capitale investito in questa asset class sono alte e sono il punto di maggiore interesse per i **Limited Partners**. Se dovesse confermarsi la tesi di alcuni analisti sul livellamento dei tassi di rendimento conseguibili sui mercati azionari e a reddito fisso nei prossimi anni (rispetto a quanto osservato negli ultimi 30 anni), la crescita futura dei Private Markets potrebbe essere ancora più sostenuta.

Un altro cambiamento importante che sta emergendo nel settore è il significato e la tipologia di performance attesa dai LP. Veniamo da una storia in cui la quota di portafoglio di solito investita da un LP in questa asset class è stata bassa e collegata all'obiettivo di aumentare il rendimento complessivo del portafoglio sulla base della promessa dei General Partner di realizzare

ritorni sull'investimento non inferiori al 20%. E in effetti alcuni dei GP più bravi sono riusciti e riescono a ottenere risultati anche superiori a questi valori. Molti LP, tuttavia, a fronte del recente aumento del peso di questa asset class nel portafoglio complessivo, stanno modificando le loro aspettative verso il contributo alla performance complessiva di portafoglio atteso da questa asset class. Non più ritorni del 20%, né tanto meno rincorsa del rendimento assoluto (che sottintende profili di rischio e ritorno audaci). Gli LP si stanno orientando verso prospettive di performance relative, rendimenti migliori rispetto alle alternative di investimento disponibili e continuità di risultati nel tempo. Gli LP chiedono ritorni migliori di quelli conseguibili sui mercati regolamentati per una quota sempre più grande del portafoglio e per guadagnare il loro interesse non è necessario inseguire il 20%, **è sufficiente essere costanti nel tempo nel battere questi mercati**.

Si può ritenere che i Private Markets rappresentino un settore che ha raggiunto il livello di maturità? Non proprio. Venti anni fa il Private Equity in molte geografie non esisteva. Anche negli Stati Uniti questo mercato non ha più di 30 anni di vita. In molte geografie - e tra queste l'Italia - **questo settore è ancora nella sua fase di adolescenza**. La storia recente, influenzata dalla pandemia del Covid 19, ne dà conferma. È vero che nel 2020 il fundraising complessivo dei Private Markets, con una caduta di oltre il 20%<sup>6</sup> rispetto al 2019, ha mostrato una sensibile volatilità a livello mondiale, trainato dalla forte contrazione dell'asset class Private Equity (con la sola eccezione per l'Europa). Ma a fronte di un rallentamento severo del fundraising nella prima parte dell'anno, nel secondo semestre si è registrato un robusto e immediato recupero a conferma di una buona resilienza di tutto il settore. E nella prima parte del 2021 il trend positivo sta continuando. La pandemia ha avuto un effetto analogo anche sui nuovi investimenti effettuati dai fondi nel 2020. Rallentamento netto,

<sup>5</sup> McKinsey & Company (2021). *A year of disruption in the Private Markets, Global Private Markets Review 2021*

<sup>6</sup> PitchBook (2021). *Private Fund Strategies - Q1 2021*



fino a oltre il 40%<sup>7</sup> del valore delle transazioni nel primo semestre, ripresa veloce nel secondo con sostanziale recupero rispetto a inizio anno. In particolare, l'enorme immissione di liquidità nel sistema economico da parte delle banche centrali in USA e Europa, insieme con il veloce recupero dei mercati azionari nella seconda parte dell'anno, sono stati di sostegno per la fiducia di investitori e imprese e, dopo un primo semestre di incertezza e di timore per l'effetto denominatore sui portafogli, hanno favorito la ripresa di fundraising e investimenti.

L'andamento 2020 conferma la capacità di tenuta e l'elevato potenziale dei Private Markets nel medio termine. Negli ultimi 20 anni gli AUM misurati con riferimento al NAV di settore sono cresciuti di un fattore 10x, **ovvero circa tre volte la crescita della capitalizzazione dei mercati azionari nello stesso periodo.** Nonostante l'annoso dibattito sul tema, la constatazione che i Private Markets realizzano performance superiori in modo persistente rispetto ai Public Markets è confermata da numerose evidenze analitiche dalla letteratura, da aziende specializzate, da partecipanti al settore. Una primaria società di consulenza ha misurato per gli ultimi 20 anni un vantaggio di 350 bp dei Private Markets rispetto all'indice S&P 500 in termini di ritorno annualizzato<sup>8</sup>. La struttura del settore si sta ampliando e diversificando nell'offerta di strategie di investimento. Il numero di operatori è passato da meno di 1.000 all'inizio del secolo a oltre 11.000 a livello mondiale oggi. Il settore è frammentato e include operatori in un ampio

range di tipologie, da partecipanti di matrice locale a un gruppo piuttosto ampio di grandi istituzioni più complesse che raccolgono fondi *mega* (sei fondi con raccolta superiore a \$20 miliardi nei 3 anni passati), offrono diverse strategie di investimento (più di recente nei segmenti del credito, real estate, mid market buyout) e operano in molteplici geografie. Il segmento del Secondario ha raggiunto una dimensione e sofisticazione tali da consentire soluzioni di liquidità di ogni tipo per gli operatori impegnati nei Private Markets. Il segmento stesso è ormai considerato come una asset class di interesse per gli alti rendimenti e la modesta volatilità.

Non è quindi una sorpresa che per molti investitori l'allocazione di quote dei portafogli ai Private Markets non sia più una scelta strategica residuale ma sia diventata una decisione primaria. Negli ultimi 10 anni la quota allocata dagli Investitori Istituzionali a livello mondiale è passata dal 15% al 22%<sup>9</sup> dei portafogli e tutti i sondaggi recenti evidenziano che questa quota è destinata a salire. I risultati del sondaggio riportati di seguito dimostrano che **anche in Italia il settore del Private Capital sta vivendo questa evoluzione**, anche se con qualche ritardo rispetto a sistemi finanziari analoghi. Tra i nostri obiettivi ci proponiamo di costituire un osservatorio sulla dinamica di questa evoluzione in Italia da offrire come spunto di analisi a tutti gli operatori che possono contribuire alla sua accelerazione, nell'interesse delle imprese e dell'economia nazionale.

---

<sup>7</sup> Pitchbook (2020). *European M&A Activity - Q2 2020*

<sup>8</sup> McKinsey & Company (2021). *A year of disruption in the Private Markets, Global Private Markets Review 2021*

<sup>9</sup> Global SWF & University of Oklahoma (2021). *The rise of State-Owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds*

## 2. INVESTITORI ISTITUZIONALI: CASSE E FONDI

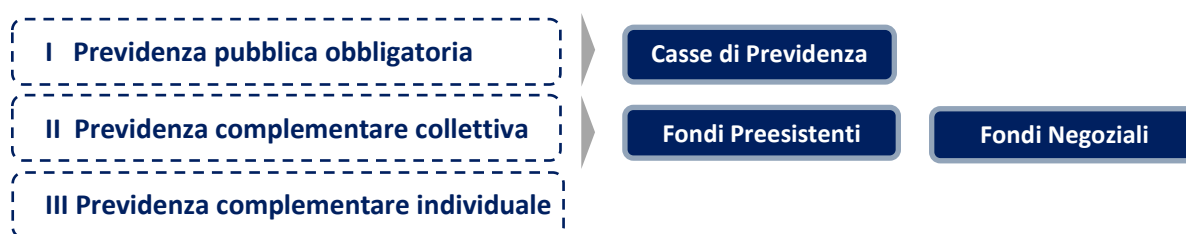
### Overview degli Investitori

Gli Investitori Istituzionali Italiani considerati ai fini della redazione del Report sono:

- 1 Casse di Previdenza
- 2 Fondi Pensione Preesistenti
- 3 Fondi Pensione Negoziali

Ai fini della lettura del Report quando si farà riferimento agli Investitori Istituzionali Italiani si intenderanno i soggetti sopra riportati.

Questi Investitori Istituzionali sono gli attori chiave del **sistema previdenziale italiano**. Quest'ultimo è strutturato secondo un modello di Welfare nel quale prendono parte sia soggetti pubblici che soggetti privati. In seguito alle molteplici riforme, di cui è stato oggetto negli anni, si articola oggi su tre pilastri fondamentali:



1

Le **Casse di Previdenza** sostituiscono l'Assicurazione Generale Obbligatoria (AGO), integrando e completando il primo pilastro previdenziale. Le Casse presentano come platea di riferimento varie categorie di liberi professionisti e in taluni casi di lavoratori dipendenti. Oggi sono enti di diritto privato che svolgono funzione previdenziale pubblica, risultato di due principali interventi normativi:



Decreto Legislativo 509/1994 che ha disposto con decorrenza dal 1° gennaio del 1995 la privatizzazione, nella forma di associazioni e fondazioni, delle Casse di Previdenza che già esistevano sotto forma di enti pubblici;



Decreto Legislativo 103/1996, che ha istituito ulteriori enti privati al fine di assicurare tutele previdenziali anche ad altre categorie di liberi professionisti

2

I **Fondi Pensione preesistenti**, come suggerito dal nome, sono Fondi Pensione che hanno avuto origine antecedente al Decreto Legislativo 124/1993, che ha sancito **la nascita della previdenza complementare disciplinandone le forme pensionistiche**. I Preesistenti sono stati istituiti di norma tramite iniziative promosse da aziende bancarie e assicurative o nell'ambito di particolari contrattazioni collettive lavorative.

Da un punto di vista giuridico possono assumere diverse forme:

- può essere un **ente giuridicamente autonomo**, distinto dai soggetti promotori
- può essere costituito come **patrimonio separato** rispetto all'impresa che lo istituisce
- può essere costituito come **posta contabile**

I Preesistenti possono essere assimilati ai fondi pensione chiusi, poiché vi possono aderire unicamente soggetti che vengono assunti dalle aziende e dai gruppi societari che li avevano costituiti o, in alternativa, coloro che acquisiscono le caratteristiche delle categorie istitutrici (es. dirigenti aziendali).

### 3

I **Fondi Pensione Negoziali**, che insieme ai Preesistenti, costituiscono il secondo pilastro della previdenza complementare, da un punto di vista giuridico, sono associazioni istituite tramite un contratto collettivo di lavoro o tramite accordo collettivo di altro genere, nel rispetto dei criteri previsti dal Art. 3 del Decreto Legislativo 252/05.

I Negoziali possono dunque avere origine **settoriale**, laddove destinati a lavoratori di un determinato settore; **aziendale**, se i destinatari sono dipendenti appartenenti a un'azienda o a un gruppo aziendale; **territoriali**, se possono aderire i lavoratori di una determinata area geografica. Hanno ormai raggiunto la copertura integrale di tutti i settori di attività economica. L'attuale mappatura delle iniziative operanti è il risultato di processi di aggregazione che hanno coinvolto bacini consistenti di aderenti, sfruttando sinergie operative e aumentandone la scala dimensionale.

#### **Regolamentazione in materia di Investimenti**

Il report si pone l'obiettivo di analizzare l'attività d'investimento in Private Capital degli operatori coinvolti, risulta dunque chiave delineare lo **stato dell'arte dei regolamenti che disciplinano gli investimenti**<sup>10</sup>.

Si riscontrano differenze di regolamentazione tra gli Investitori Istituzionali. Per Fondi Pensione il **quadro regolatorio normativo** di attuazione delle disposizioni di **recepimento della Direttiva IORP II risulta sostanzialmente completato** (d.l. 147/2018 e Delibera Covip 29/07/2020). Viceversa, per le Casse di Previdenza perdura l'**assenza del regolamento in materia di disciplina degli investimenti**, vista l'incompletezza dell'iter di adozione del Regolamento Interministeriale sulla disciplina. Le Casse risultano dunque affrancate da una regolamentazione unitaria, mentre i Fondi presentano una regolamentazione primaria e secondaria.



#### **Tassazione**

Il regime fiscale applicato alle Casse di previdenza e alle forme di previdenza complementare presenta un'importante differenza in materia di tassazione dei rendimenti. Alla previdenza complementare (Fondi Preesistenti e Negoziali) viene applicata un'aliquota fiscale di tassazione dei rendimenti conseguiti pari al **20%** di quelli maturati in ciascun periodo d'imposta. Viceversa, i rendimenti realizzati dalle Casse di Previdenza presentano un'aliquota del **26%**.

**20% FONDI**

**26% CASSE**

#### **LA DEFISCALIZZAZIONE DEGLI INVESTIMENTI QUALIFICATI – PRIVATE CAPITAL**

Dall'analisi del macrocontesto economico e normativo emerge chiaramente come il legislatore stia tentando di favorire l'afflusso di capitali verso il Private Capital Italiano. Da un punto di vista normativo sono stati messi a disposizione degli investitori previdenziali alcuni **strumenti fiscali** che possono creare un effettivo vantaggio ad

<sup>10</sup> L'obiettivo dei riferimenti normativi riportati non è di fornire una rappresentazione esaustiva degli aspetti regolamentari e normativi, ma di citare gli elementi utili alla lettura dei dati successivamente riportati

investire in economia reale, favorendo il rafforzamento di un sistema economico che possa sostenere le iniziative private del nostro Paese.

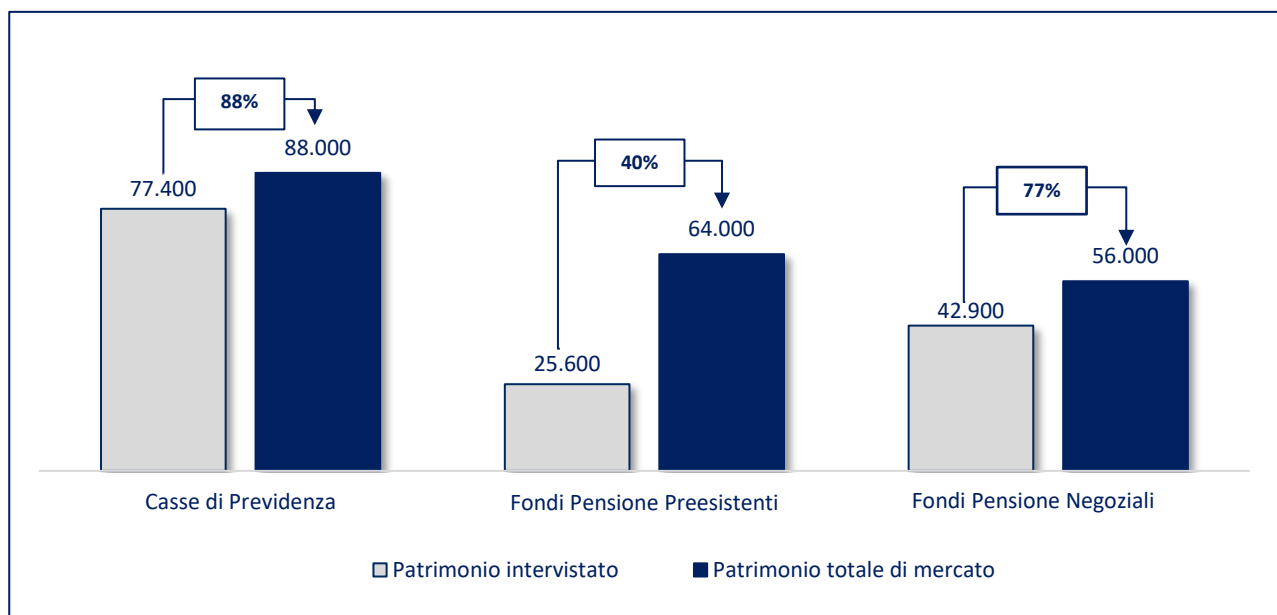
La Legge di Bilancio per il 2017, ha introdotto delle **agevolazioni fiscali** volte ad incoraggiare investimenti a lungo termine nelle imprese italiane (ed europee) e in particolar modo nelle **PMI**. Queste categorie fiscali di investimenti, chiamati **Investimenti Qualificati**, tramite la detenzione per almeno 5 anni, e individuando come **sottostanti** strumenti finanziari quali azioni, OICR, Fondi d'Investimento, Sicav, Sicaf, Fondi di Investimento Alternativi (FIA), residenti fiscalmente in Italia o nello spazio economico europeo, comportano la possibilità di beneficiare di una **defiscalizzazione totale sui rendimenti ottenuti**. Sono stati inoltre introdotti degli ulteriori strumenti finanziari, i **Piani Individuali di Risparmio (c.d. PIR)**, che hanno offerto un ulteriore contenitore fiscale con esenzione dall'imposta sul reddito.

La normativa dei PIR è articolata ed ha subito molteplici modifiche negli anni culminate con la nascita, tramite il Decreto Rilancio 2020, dei **PIR Alternativi**. Quest'ultimi hanno affiancato ai PIR tradizionali, una nuova tipologia di strumento, volta a potenziare ancor di più gli investimenti in Economia reale, e in particolare, nel mondo delle società non quotate, rientrando appieno nelle categorie di Private Capital oggetto di questo report.

## Patrimonio degli Investitori istituzionali

Il patrimonio totale gestito dalle tre tipologie di Investitori Istituzionali considerati ammonta a circa **€208 Mld**: €88 Mld dalle Casse di Previdenza, €64 Mld dai Fondi Preesistenti, €56 Mld dai Fondi Negoziali<sup>11</sup>. Il patrimonio gestito dagli Investitori che hanno partecipato al presente studio presenta un totale degli **attivi gestiti di circa €146 Mld** di euro. Confrontando questi due dati emerge che il campione rappresenta il 70% delle masse complessive. Il rapporto per Casse di Previdenza sale all'88%, per i Fondi Preesistenti è al 40% e infine si attesta intorno al 77% per i Fondi Negoziali. Il campione intervistato fornisce un'ottima rappresentazione del mercato degli Investitori Previdenziali Italiani nel suo complesso.

**GRAFICO 1:** Confronto Patrimonio intervistato e Patrimonio totale del Mercato italiano per categoria di investitore (Dati in € Mln)



L'analisi più approfondita del patrimonio degli Investitori evidenzia **differenze in termini di grandezza** del patrimonio fra tipologie di Investitori. Le Casse di Previdenza gestiscono mediamente un patrimonio €5,5 Mld di attivo, **il doppio** rispetto ai Fondi Pensione che si attestano entrambi intorno ai €2,3 Mld. Questa differenza in termini di capitale gestito deriva dalla combinazione di più fattori:



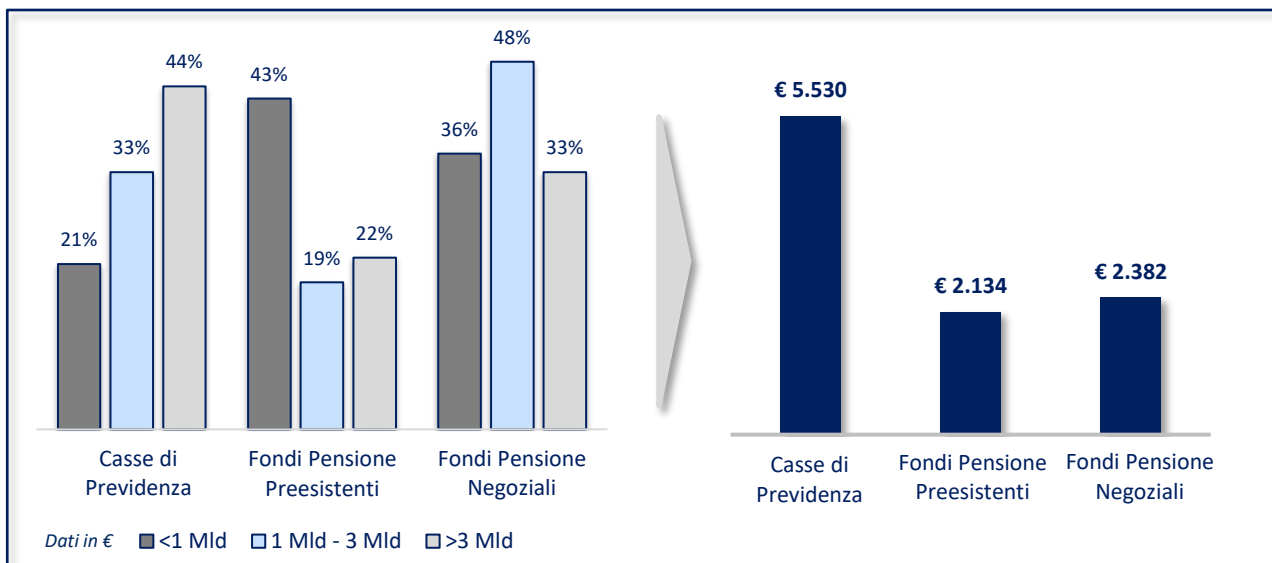
**Obbligatorietà** della sottoscrizione dei contratti previdenziali per le Casse di Previdenza, che si differenzia rispetto alle adesioni opzionali dei Fondi Pensione



Funzione **pensionistica e previdenziale**: in alcuni casi le Casse assolvono entrambe le funzioni, mentre i Fondi Pensione unicamente la prima

<sup>11</sup> Fonti utilizzate: COVIP, Ministero della Salute, Ania, Acri, Ivass, Bilanci degli Investitori Previdenziali

**GRAFICO 2:** Suddivisione del campione in base alla grandezza del patrimonio (dati in %)



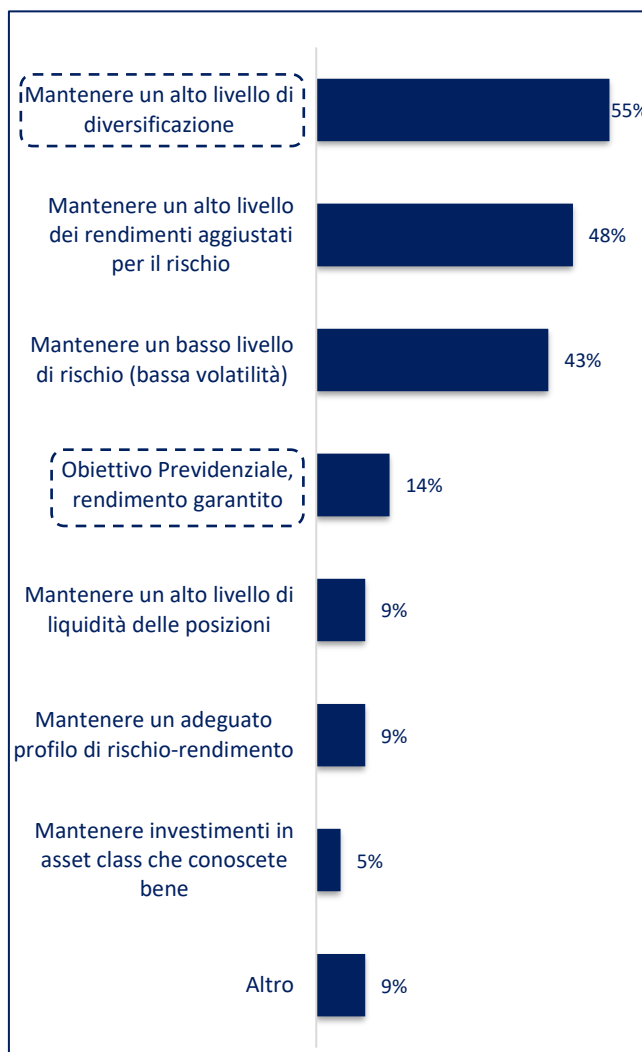
### Obiettivo generale di portafoglio

L'obiettivo generale che gli Investitori Istituzionali perseguono con la gestione di portafoglio corrisponde a **un alto livello di diversificazione**, (il 55% degli intervistati lo seleziona come obiettivo principale). Si deve tenere a mente che gli Investitori considerati sono Investitori Previdenziali, che per loro stessa natura dovrebbero garantire un ritorno non speculativo ai soggetti che hanno deciso di aderire al piano previdenziale.

Al secondo e terzo posto si posizionano rispettivamente l'obiettivo di **raggiungere alti rendimenti corretti per il rischio** (48%), e **quello di esporsi ad investimenti con un basso livello di rischio** (43%). Contrariamente a quanto atteso data la natura previdenziale degli intervistati, **soltanto il 14%** considera fra gli obiettivi generali di portafoglio quello di perseguire un rendimento garantito.

In sintesi, emerge una gestione patrimoniale prudente che persegue una generale diversificazione degli investimenti. Gli obiettivi generali appena descritti sono omogenei considerando le singole categorie di Investitori Istituzionali. **Di fatto, le gestioni previdenziali convergono negli obiettivi perseguiti.**

**GRAFICO 4:** Obiettivo generale di portafoglio





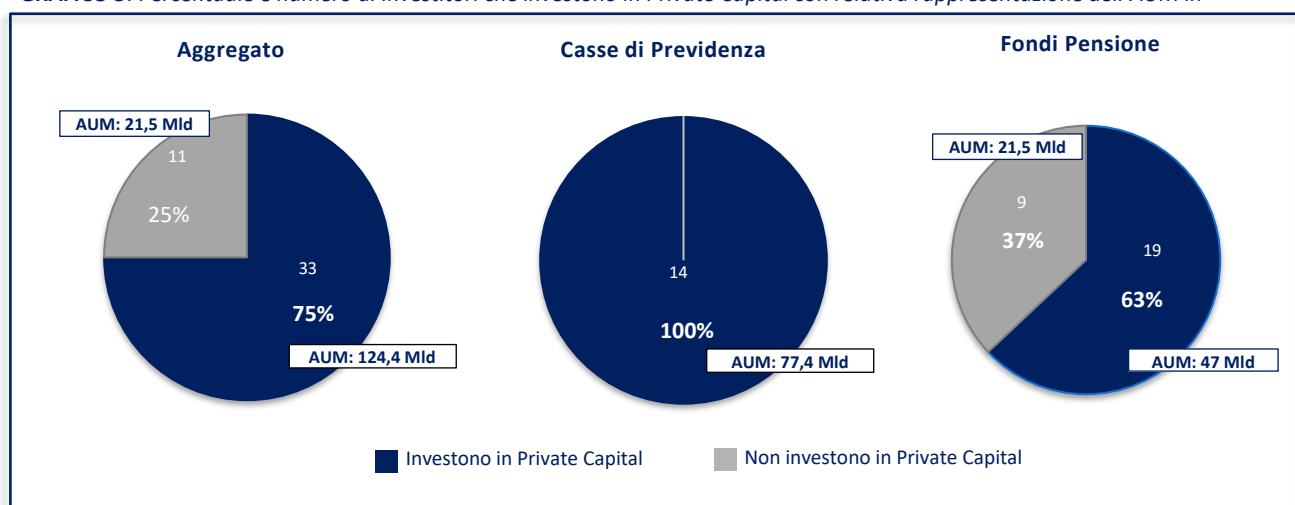
### 3. INVESTIMENTI IN PRIVATE CAPITAL DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

#### Partecipazione al Private Capital

A livello aggregato, alla fine del 2020 un Investitore su quattro (25%) non investe in Private Capital. Questo dato non è omogeneo fra le tipologie di Investitori. Infatti:

- Il 100% delle **Casse di Previdenza** investe in Private Capital
- Per i **Fondi Pensione**, similari in termini di partecipazione al Private Capital, la percentuale scende al 63%, con più di un Investitore su tre che non investe in Private Capital.

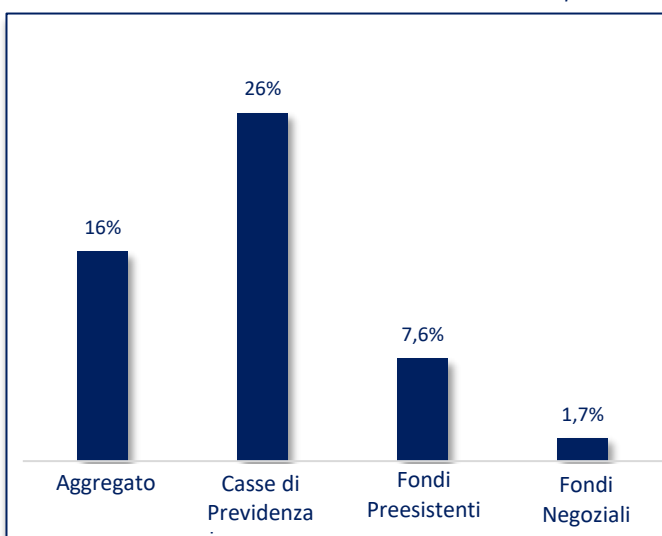
**GRAFICO 5:** Percentuale e numero di Investitori che investono in Private Capital con relativa rappresentazione dell'AUM in



Il patrimonio medio investito in Private Capital delle Casse di Previdenza è consistentemente più alto se paragonato a quello dei Fondi Pensione. **Ogni Cassa investe mediamente €1,44 Mld**, un dato sensibilmente più elevato rispetto ai **Fondi Preesistenti e ai Fondi Negoziali che investono in media €163 Mln e €40 Mln**. Restringendo il campione **ai fondi che investono**, la media di capitale investito sale rispettivamente a €245 Mln e €66 Mln.

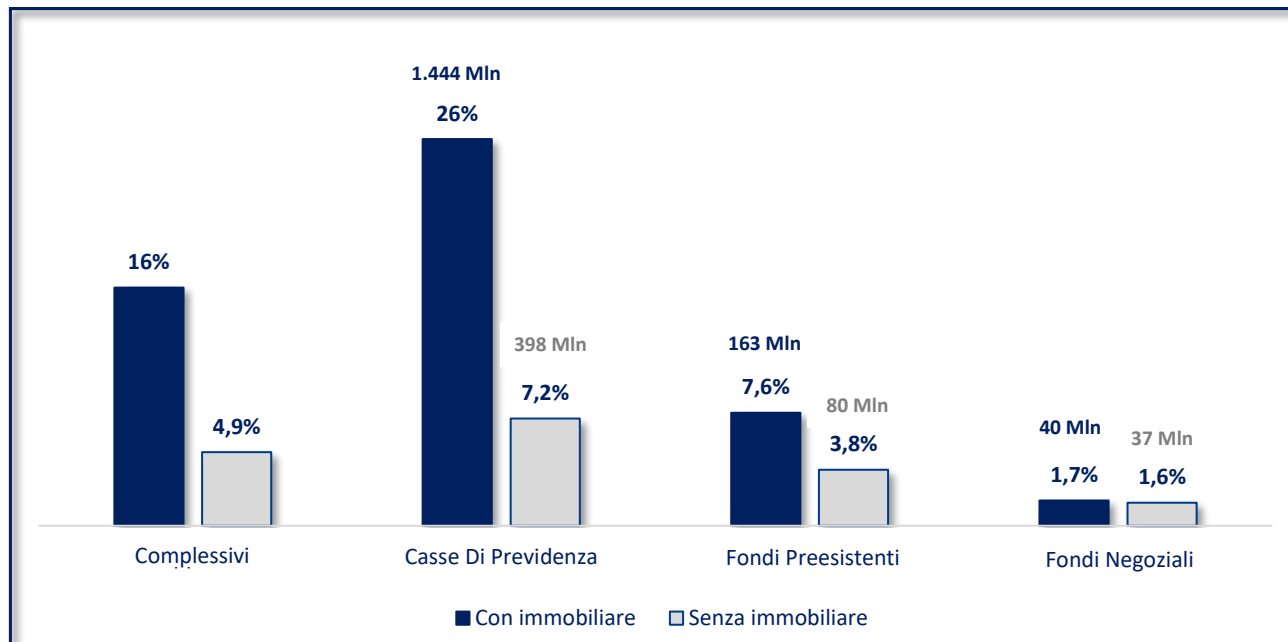
Questa differenza fra Casse e Fondi rimane evidente anche considerando il **rapporto fra il totale degli investimenti realizzati in Private Capital e Patrimonio Complessivo**. Infatti, come riportato nel **grafico 5**, tale rapporto per le Casse è mediamente il 26%, per i Fondi Preesistenti è pari a circa l'8% e per i Fondi negoziati è pari a circa il 2%. Nel caso in cui calcolassimo i rapporti considerando solamente chi investe in PC i rapporti subirebbero un incremento, raggiungendo nel caso dei **Fondi Negoziali una percentuale del 3,3%**, mentre per i Preesistenti dell'8,0%.

**GRAFICO 6:** Percentuale dell'AUM investita in Private Capital



Come verrà analizzato in seguito, la maggiore esposizione delle Casse di Previdenza verso il Private Capital è influenzata dalla **componente di asset immobiliari**. Infatti, nel caso in cui l'analisi venga eseguita senza considerare tali investimenti, i dati risulterebbero più contenuti e omogenei come evidenziato dal grafico 7 di seguito riportato.

**GRAFICO 7:** Rapporto Private Capital e Patrimonio Complessivo (€)



## Relazione fra momento di ingresso e attuale esposizione al Private Capital

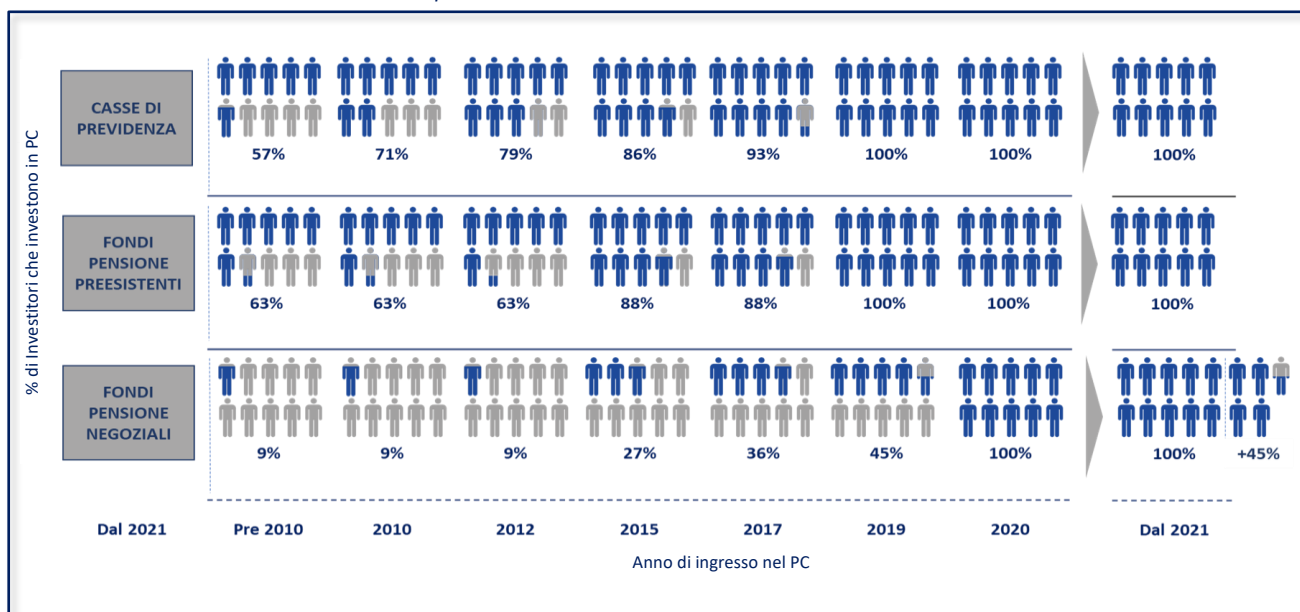
Dal **Grafico 8** emerge come Casse di Previdenza e Fondi Preesistenti effettuino investimenti in Private Capital da più tempo rispetto ai Fondi Negoziali. Infatti, il **57% delle Casse e il 63% dei Preesistenti investono in Private Capital da prima del 2010**. Per quanto concerne i Fondi Negoziali, solamente il 9% investiva in PC prima del 2010.

Tale percentuale, per Casse e Fondi Preesistenti è aumentata sino a raggiungere il 100% nel 2019. Per quanto concerne i Fondi Pensione Negoziali, invece, i dati evidenziano fino al 2015 un ritardo nell'effettuare investimenti in Private Capital. Tale anno può essere considerato come *turning point*, con la percentuale di adesione agli investimenti che era al 27% ed ha raggiunto il 100% in soli 5 anni. Le motivazioni di tale crescita sono riconducibili all'introduzione del **nuovo quadro normativo sulla politica di investimento** dei Fondi Pensione con il decreto ministeriale 166 del 2014. Il quale ha aperto all'attività di investimento dei Fondi sui quali fino a quel momento vigeva un **vincolo sostanziale di investimento in mobiliari tradizionali**.

Il recepimento della norma, che da un punto di vista operativo si sostanzia nell'adeguamento immediato degli statuti, nella scelta delle modalità di investimento e nell'effettiva implementazione, è un processo che richiede tempo.

Queste importanti modifiche del sistema nel suo complesso hanno inoltre portato ad **iniziative consortili** da parte dei Negoziali, (es. Progetto Iride, Progetto Zefiro, Progetto Economia Reale) i quali hanno ottenuto diversi vantaggi, sia in ottica di contenimento e condivisione dei costi in fase di sviluppo dei progetti, che per l'effettiva ricerca di redditività degli investimenti.

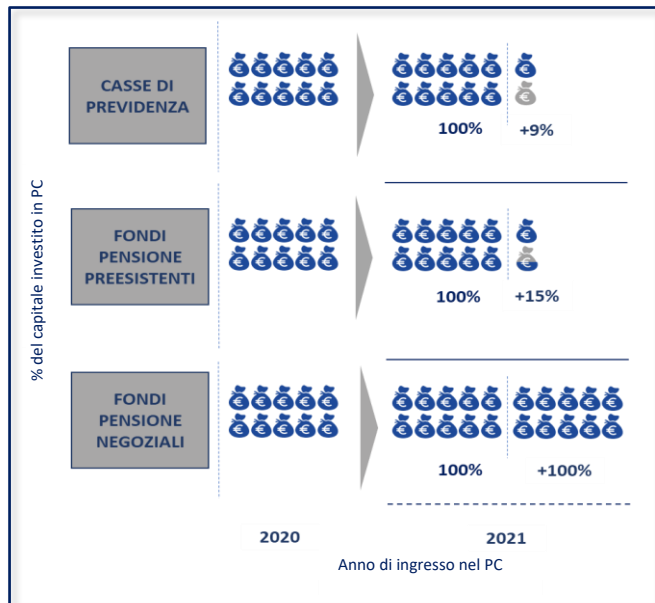
**GRAFICO 8:** Inizio investimenti in Private Capital



**GRAFICO 9: Evoluzione degli investimenti Private Capital**

Il grafico 9 avvalorata tale progressività negli investimenti per i Fondi Negoziali. Infatti, considerando il solo anno 2021, questi ultimi **raddoppieranno la massa investita in Private Capital**. Tale aumento è in primo luogo evidenza di una modifica sistemica delle scelte di allocazione di portafoglio ma è anche sostenuta dall'aumento del numero degli operatori che iniziano ad investire (+45%).

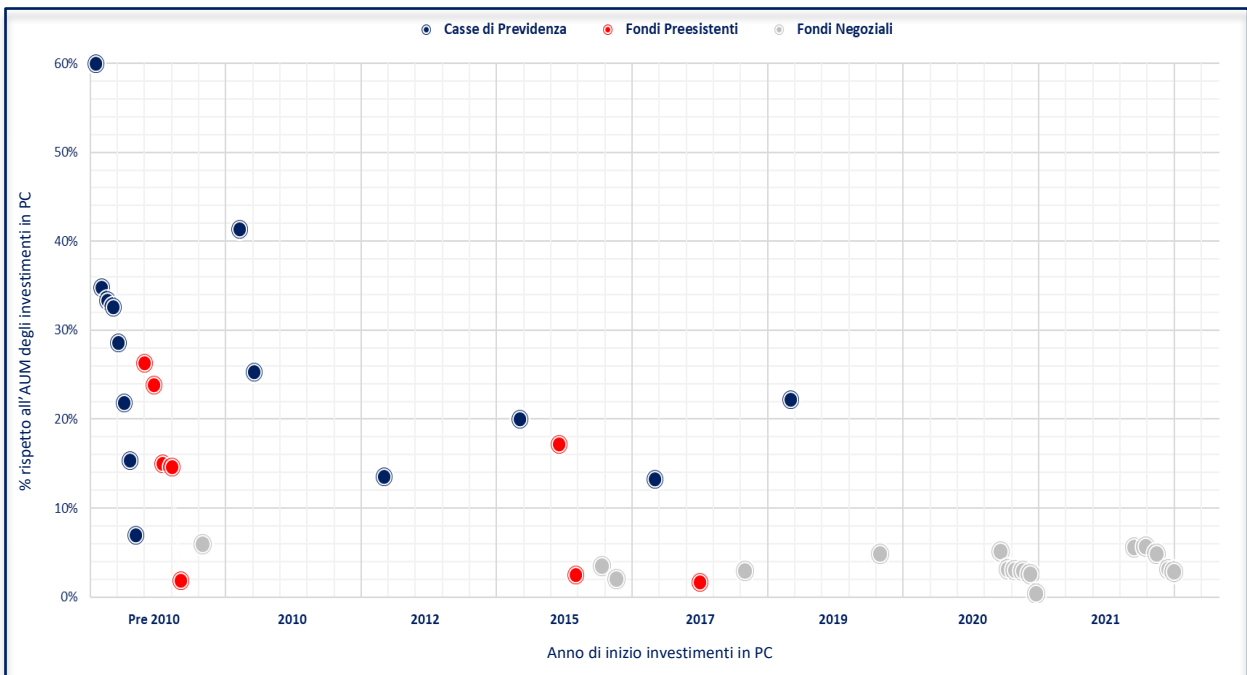
Quanto a Casse di Previdenza e Fondi Preesistenti, anch'essi aumenteranno i loro investimenti in PC ma in maniera più contenuta rispetto ai Negoziali.



Confrontando la quota investita in Private Capital e il momento di ingresso, emerge che l'allocazione di patrimonio in **Investimenti in Private Capital è un processo che richiede tempo** (Grafico 10)<sup>12</sup>. Infatti, gli Investitori che hanno iniziato ad investire da più tempo, allocano oggi una percentuale maggiore del loro patrimonio in Private Capital.

Come abbiamo mostrato in precedenza, le Casse e i Preesistenti hanno iniziato ad investire prima dei Negoziali, e, presentano ad oggi una percentuale di investimenti in Private Capital più alta rispetto ai Negoziali, per i quali l'ingresso nel Private Capital ha seguito una dinamica differente, influenzata dal contesto normativo e regolamentare.

**GRAFICO 10: Quota investimenti in Private Capital (%) in base al momento di inizio investimento**



<sup>12</sup> L'andamento riscontrato nel grafico presente è confermato anche nel caso in cui non si considerassero gli investimenti in Immobiliare

## Obiettivi degli investimenti in Private Capital: differenze con la gestione generale

Gli obiettivi degli investimenti in Private Capital si discostano in parte dalla gestione generale di portafoglio. Entrambe condividono al primo posto l'obiettivo di raggiungere un **alto grado di diversificazione**. In seconda posizione per entrambe le gestioni si posiziona l'obiettivo di raggiungere **un alto livello di rendimento corretto per il rischio**. Al terzo, emerge la prima consistente differenza: nel caso della gestione PC, l'**obiettivo è quello di ottenere alti rendimenti**, mentre nel caso della gestione generale è la ricerca di bassa volatilità.

Proseguendo con l'analisi, emergono differenze più importanti: **la ricerca di liquidità è del tutto assente per gli investimenti privati**, obiettivo che invece risulta ricercato dal 9% degli investitori tramite la gestione generale. Vi è poi l'assenza dalla gestione PC dell'obiettivo previdenziale.

Infine, si segnalano degli obiettivi ricercati solo con la gestione Private Capital: **mantenere un alto livello dei ritorni assoluti (9%)**, e creare una decorrelazione dagli investimenti quotati (3%).

Dal confronto con gli obiettivi degli investimenti in PC degli **Investitori Internazionali** emergono alcune importanti evidenze (Grafico 12):



Gli Investitori Internazionali percepiscono in maniera più marcata **la funzione di diversificazione** del rischio derivante dagli investimenti in Private Capital (65% vs 50%)



Gli Investitori Internazionali considerano maggiormente il Private Capital come fonte di **alti ritorni assoluti** rispetto agli Investitori Domestici. (33% vs. 14%)

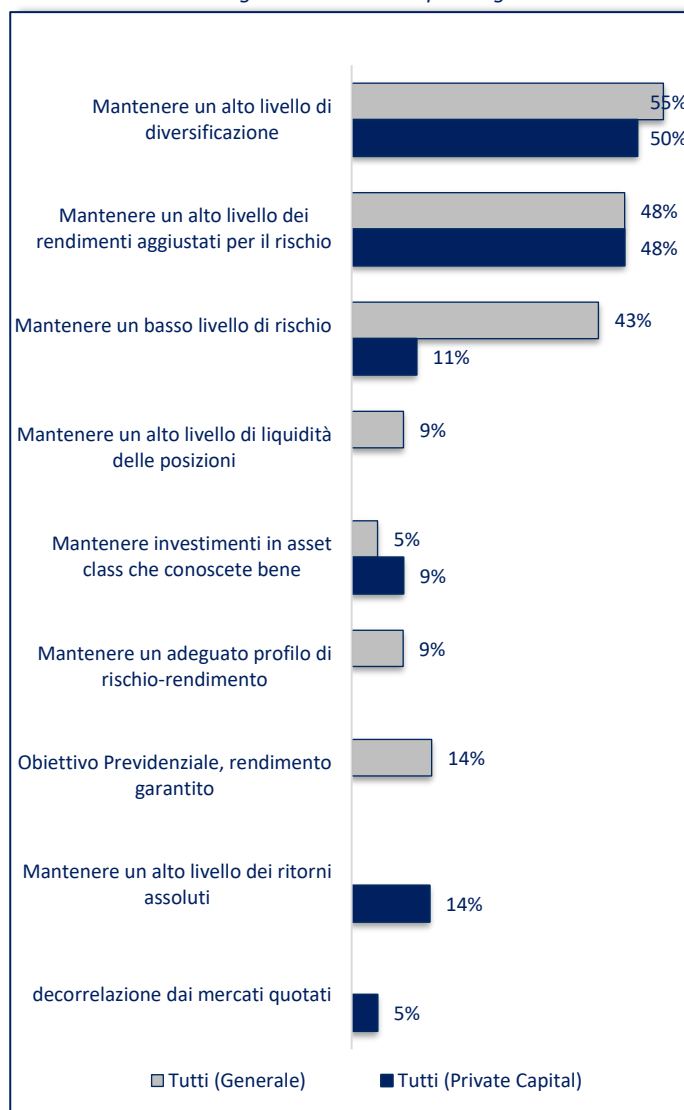


Gli Investitori Internazionali **considerano meno importante** il mantenimento di un alto livello dei ritorni corretti per il rischio. (32% vs. 48%)



Gli Investitori Internazionali perseguono con molta più determinazione la **decorrelazione dai mercati quotati**. (30% vs. 5%)

GRAFICO 11: Obiettivi gestione Private Capital e gestione

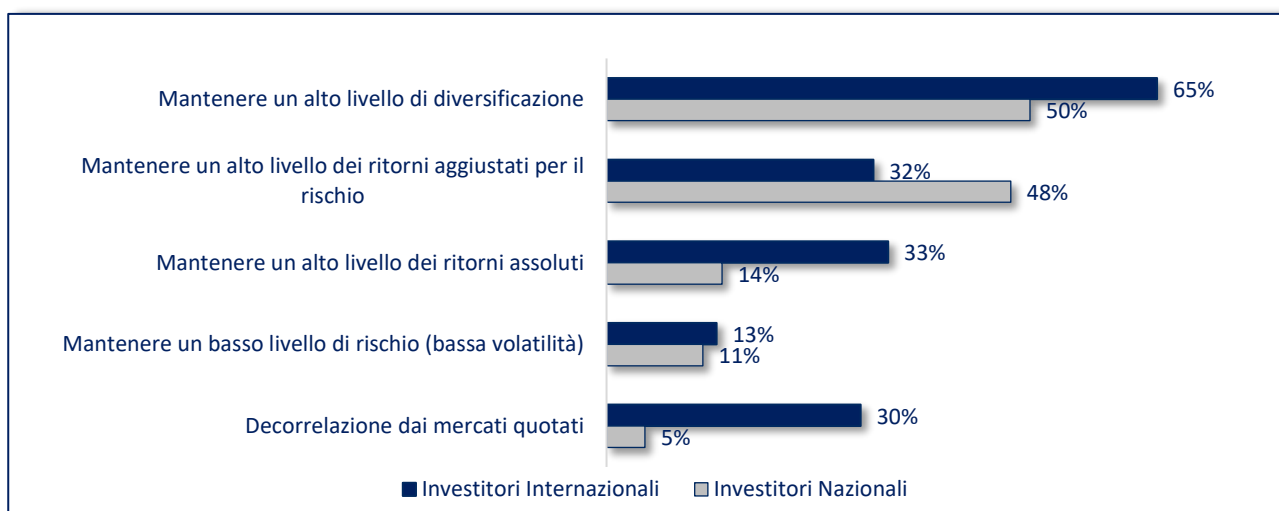


principale obiettivo della gestione generale di portafoglio quello di raggiungere un alto livello di diversificazione.

La soluzione per raggiungere questo obiettivo **potrebbe essere quella di investire quote maggiori di patrimonio in Private Capital** sfruttando le caratteristiche intrinseche di decorrelazione rispetto a strumenti quotati, come si è verificato nei momenti di grande volatilità che si sono registrati negli ultimi anni sui mercati quotati.

Come la pandemia Covid-19 ha mostrato, l'effetto che si è rilevato sui mercati privati è stato una sostanziale sospensione delle transazioni, senza implicazioni rilevanti sui valori NAV degli investimenti privati. Nel caso dei mercati tradizionali l'impatto sui corsi azionari è stato più ingente e immediato, non sempre giustificato dai sottostanti, e dovuto in larga misura all'incertezza nei mercati. Ulteriore testimonianza reale dell'effettiva decorrelazione intrinseca dei Private Markets.

**GRAFICO 12:** Confronto obiettivi investimenti in Private Capital Investitori Internazionali e Investitori Domestici



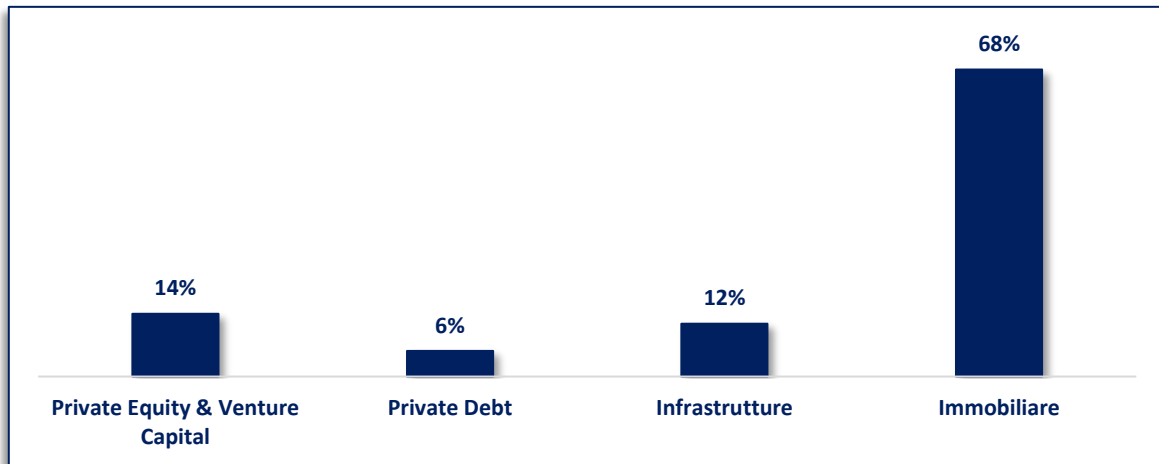


## 4. ASSET ALLOCATION

### Asset allocation al 2020

Gli **Investitori Istituzionali Italiani** al 2020 presentano la seguente allocazione degli investimenti nelle asset class del Private Capital:

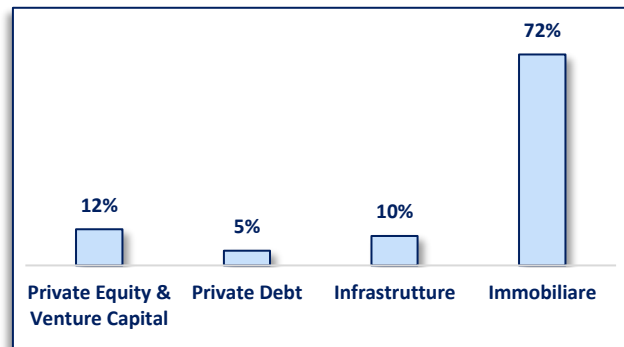
**GRAFICO 13:** Asset allocation aggregata degli Investitori Istituzionali al 2020



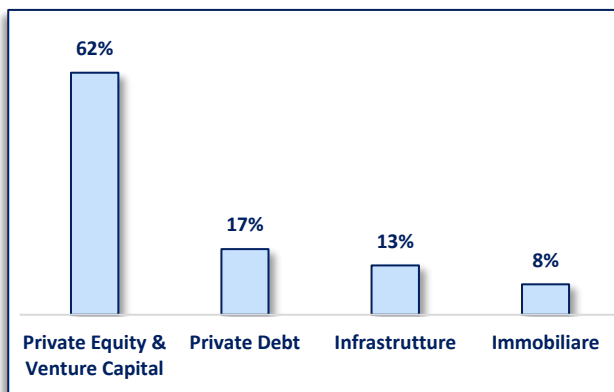
L'importo complessivo investito dagli Investitori è pari a € 23 Mld, di cui ca. € 16 Mld destinati all'**asset class Immobiliare** (68%), **prima** fra tutte, e a seguire il **Private Equity & Venture Capital** (14%)<sup>13</sup> e Infrastrutture (12%) con ca. € 3 Mld di investimento ciascuna e infine, una quota di ca. € 1 Mld allocato al Private Debt (6%).

L'Asset allocation varia a seconda del tipo di Investitore Istituzionale, mostrando **una situazione simile per Casse di Previdenza e Fondi Pensione Preesistenti con preponderanza degli investimenti in Immobiliare**. Nel caso dei **Fondi Pensione Negoziati** l'**asset class del Private Equity** è quella con la maggiore allocazione di patrimonio.

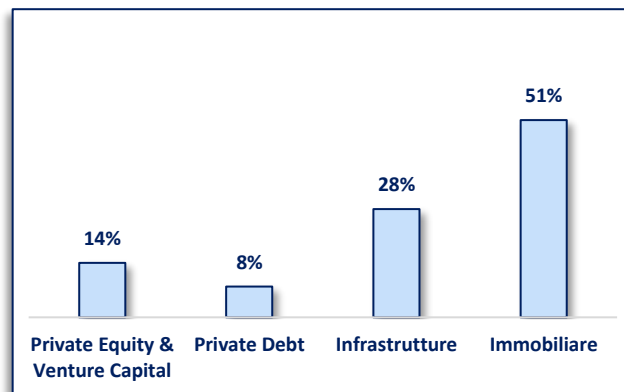
**GRAFICO 14:** Asset allocation Casse di Previdenza



**GRAFICO 16:** Asset allocation Fondi Negoziati



**GRAFICO 15:** Asset allocation Fondi Preesistenti



<sup>13</sup> Ai fini dell'asset allocation il Venture Capital è stato incluso all'interno del Private Equity, data la riclassificazione operata diffusamente dagli Investitori Istituzionali

Diversi aspetti nel loro insieme spiegano la differente allocazione del patrimonio investito in Private Capital degli Istituzionali Italiani:



Il primo aspetto riguarda la **gestione pubblica** della Casse di Previdenza prima della loro privatizzazione, che ha comportato un'importante esposizione negli anni verso l'asset class **Immobiliare** con investimenti diretti e indiretti. Infatti, negli anni che vanno dalla creazione delle Casse alla loro privatizzazione, in aggiunta alla funzione sociale (es. offerta residenziale per gli iscritti) hanno sfruttato la teorica stabilità dei valori immobiliari per preservare il patrimonio in ottica previdenziale. In aggiunta, sia gli organi di vigilanza che le Casse stesse hanno influito su questa **sovra esposizione** e vista la **natura illiquida dei sottostanti** il processo di smobilizzo risulta di non facile attuazione.



Il secondo aspetto fa riferimento alla **sostanziale preclusione** (prima del d.m. 166/2014) in capo ai Fondi Negoziali di effettuare investimenti alternativi (es. immobiliare) alle asset class tradizionali (es. obbligazionario, azionario, assicurativo), obiettivo esclusivo dell'asset allocation di questa tipologia di Investitori. Dopo il 2014 nonostante l'apertura regolamentare ad investimenti alternativi, i Fondi Negoziali hanno comunque limitato l'esposizione all'immobiliare, **preferendo di gran lunga strumenti alternativi come il Private Equity o il Private Debt.**

Vi sono poi degli **aspetti secondari** che hanno inciso sulle scelte di allocazione:



La **presenza di una regolamentazione** che disciplina l'attività di investimenti in asset class illiquide per i Fondi Pensione, consente a questi ultimi di attuare la propria asset allocation all'interno di quadro definito di regole, a differenza delle Casse per le quali ancora non è stata definita una disciplina regolamentare di riferimento per strumenti illiquidi.



La componente di **funzione pubblica** è ancora presente per le Casse di Previdenza. Questa tematica della natura ibrida di questi enti scoraggia il processo di investimenti nei **Private Markets.**



Legato al punto precedente, le Casse di Previdenza si connotano anche per una **funzione sociale** che **richiede che i capitali a loro disposizione vengano immessi nel circolo dell'economia reale italiana.** L'offerta del mercato italiano non è ricca quanto quella internazionale comportando un **disincentivo ulteriore** ad una maggiore allocazione di portafoglio in Private Capital.

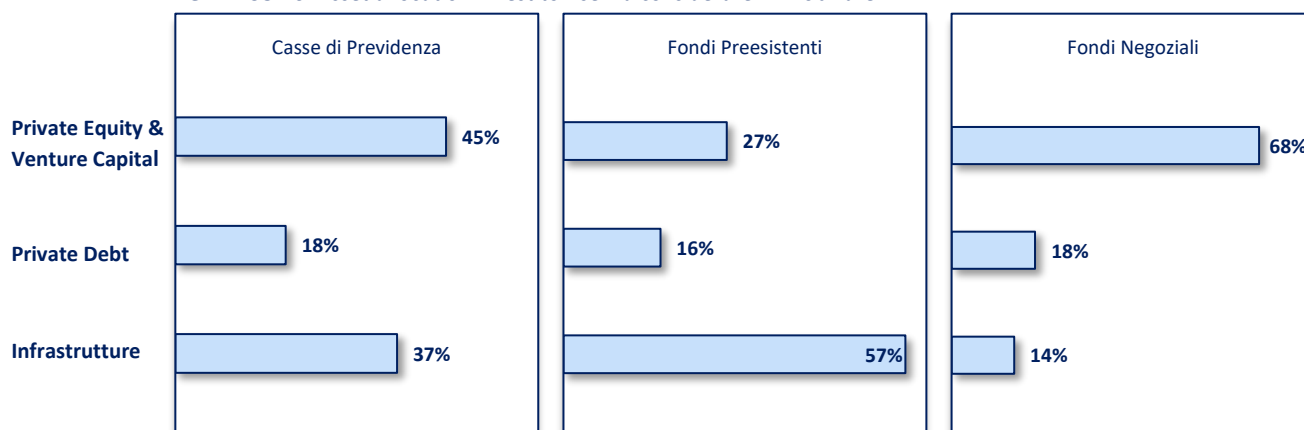


Per contro, l'indiscutibile **natura privata** dei Fondi Pensione, insieme al primo punto citato, consentono di implementare con libertà di scelta, all'interno dei vincoli definiti, le decisioni di allocazione di portafoglio.

Risulta evidente come, **escludendo dall'analisi dell'Allocation l'Immobiliare**, si attenuino le differenze tra gli Investitori Istituzionali.

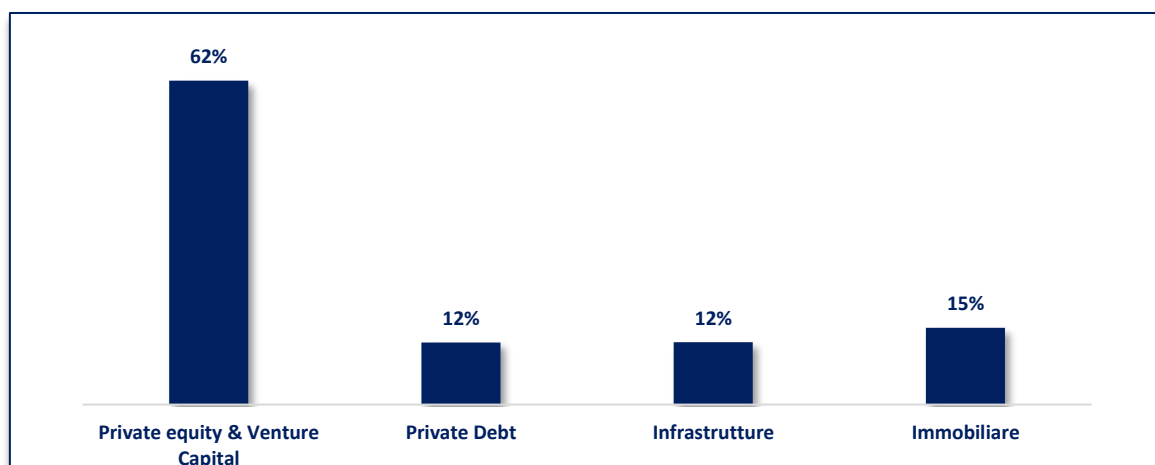
Emerge una generale prevalenza degli **investimenti in Private Equity**, precursore degli investimenti in Private Capital, fatta salva l'esposizione verso Infrastrutture nel caso dei Fondi Preesistenti.

**GRAFICO 16:** Asset allocation Investitori senza considerare Immobiliare



Se confrontata con la scelta di allocazione degli **Investitori Istituzionali Internazionali**<sup>14</sup>, si evidenziano differenze rilevanti nella scelta di allocazione verso le asset class del Private Equity & Venture Capital e l’Immobiliare. Gli investitori internazionali sono molto più esposti sulla prima asset class presentando un’allocazione molto più simile ai Fondi Negoziati Italiani.

**GRAFICO 17:** Asset allocation Investitori Internazionali



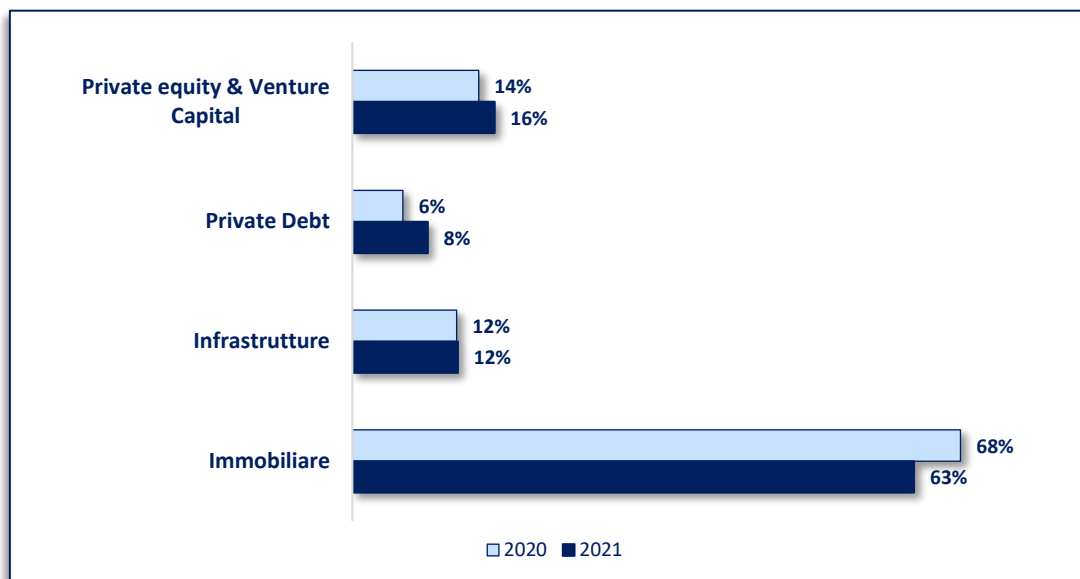
### **Asset allocation nei prossimi 12 mesi**

La propensione di investimento in Private Capital da parte degli Istituzionali Italiani conferma un trend di crescita della quota di patrimonio allocata, per tutte e tre le categorie di investitori: **+12%** rispetto al 2020.

All’interno del Private Capital, **si evidenzia una redistribuzione tra le asset class a beneficio del Private Equity (+2%) e del Private Debt (+2%)**, mentre si riduce l’esposizione verso gli investimenti Immobiliari (Grafico 18).

<sup>14</sup> Preqin (2020). *Alternative Assets, H1 2020*

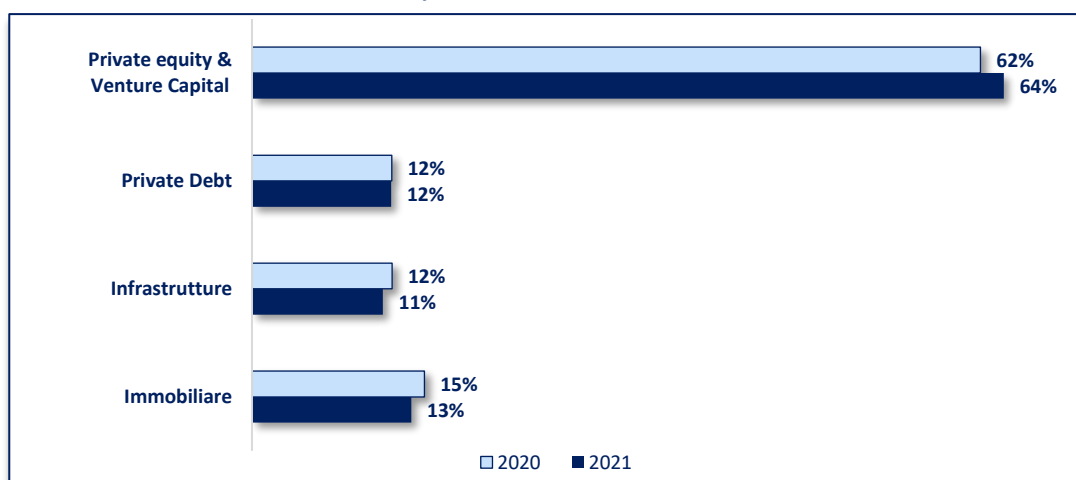
GRAFICO 18: Investitori Domestici: confronto Asset allocation 2020 – 2021



Seppur il valore assoluto degli investimenti in Immobiliare aumenti con l'aumentare degli investimenti in Private Capital, la riduzione in termini % della quota di Patrimonio destinata è un obiettivo che si sono prefissati tanti Investitori Istituzionali, **Casse e Preesistenti**, come anticipato. Nonostante il processo di disinvestimento della quota immobiliare sia stato avviato già da alcuni anni, l'evidenza suggerisce come questo sia un percorso ancora lungo da completare.

La crescita attesa a **livello internazionale**<sup>15</sup> degli investimenti in Private Capital risulta allineata con la crescita degli Investitori Italiani: **+9%** 2021 vs. 2020. Anche la riallocazione in % del patrimonio tra le asset class degli investitori internazionali risulta essere simile a quella degli Investitori Italiani. Considerando però, il diverso punto di partenza delle due categorie, **la redistribuzione verso il Private Equity e Private Debt** nel caso degli investitori italiani **non è sufficiente a manifestare un marcato trend** che possa consentire in pochi anni un allineamento con gli internazionali.

GRAFICO 19: Investitori Internazionali: confronto Asset allocation 2020 – 2021



<sup>15</sup> Prequin (2020), *The future of Alternatives 2025*

## Opportunità con maggiori potenzialità per il futuro – Investitori Domestici e Internazionali

Dall'analisi emerge come, sia per gli Investitori Domestici che per gli Internazionali, le asset class del **Private Equity** siano primariamente identificate come classi di attivo che rappresentano le **migliori opportunità** per i prossimi 12-24 mesi.

In particolare, i Domestici intravedono grandi opportunità nel **Growth - PE** (48%) e nel **Buyout - PE** (45%). Questo trend è **confermato anche dagli Internazionali**, con addirittura il 61% degli Investitori che considera Buyout - PE come opportunità per il futuro. Anche i **Fondi di Fondi - PE** risultano essere considerati più dagli investitori italiani (32%) rispetto a quelli internazionali (17%).

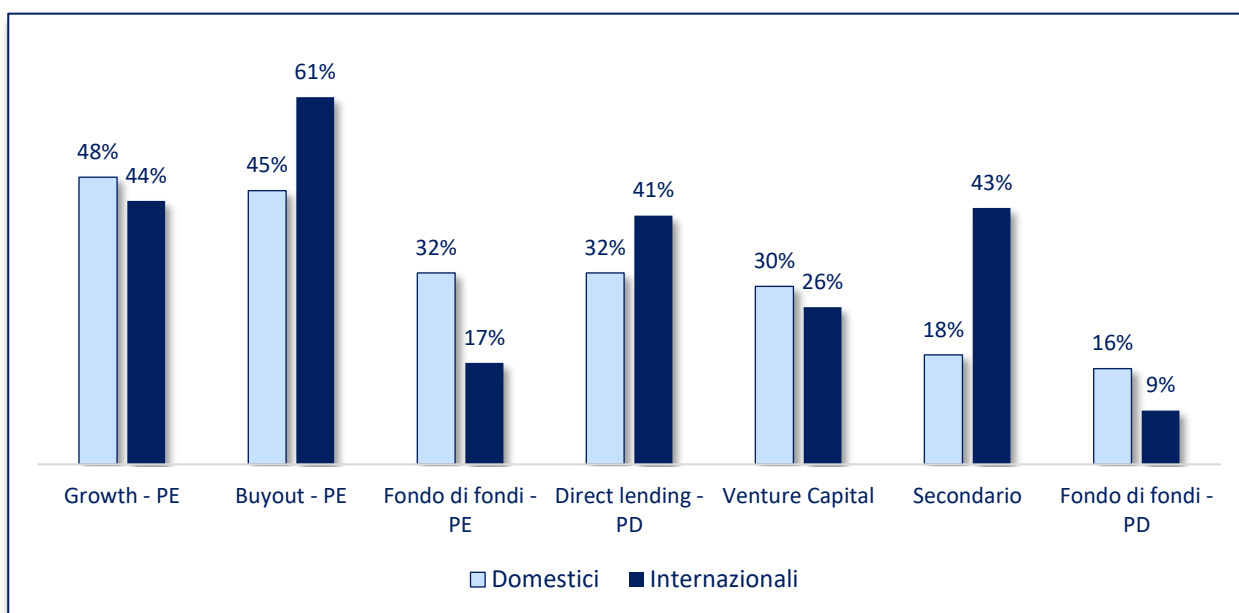
Vi è poi un importante riconoscimento delle opportunità che il **Direct Lending – Private Debt** presenta, questo interesse è riscontrato sia negli Internazionali (41%) che nei Domestici (32%).

La più importante differenza che emerge dal confronto riguarda la potenzialità futura percepita dall'asset Class del **Secondario**. Infatti, solamente il 18% dei Domestici la individua come classe d'attivo d'interesse per il futuro, viceversa, **ben il 43% degli Internazionali lo seleziona come asset class che presenta grandi potenzialità per il futuro**.

In conclusione, emergono alcune evidenze importanti:

- Sia il **Venture Capital** che il **Private Debt** sono percepite come asset class interessanti dagli investitori italiani, ma come mostrato dall'asset allocation risultano ancora sotto utilizzate nella gestione di portafoglio, e non vi sono evidenze che suggeriscono particolari variazioni nelle scelte dei prossimi 12 mesi.
- Gli Investitori Italiani risultano ancora poco interessati ad investimenti in Secondario mentre gli internazionali ne riconoscono maggiormente le potenzialità. In aggiunta, al momento in cui si scrive, non si ravvisano neppure investimenti attesi in Secondario da parte degli Investitori Domestici, si riscontra dunque un potenziale d'investimento non ancora individuato.

**GRAFICO 20:** Opportunità d'investimento per il futuro - Investitori Domestici vs Investitori Internazionali

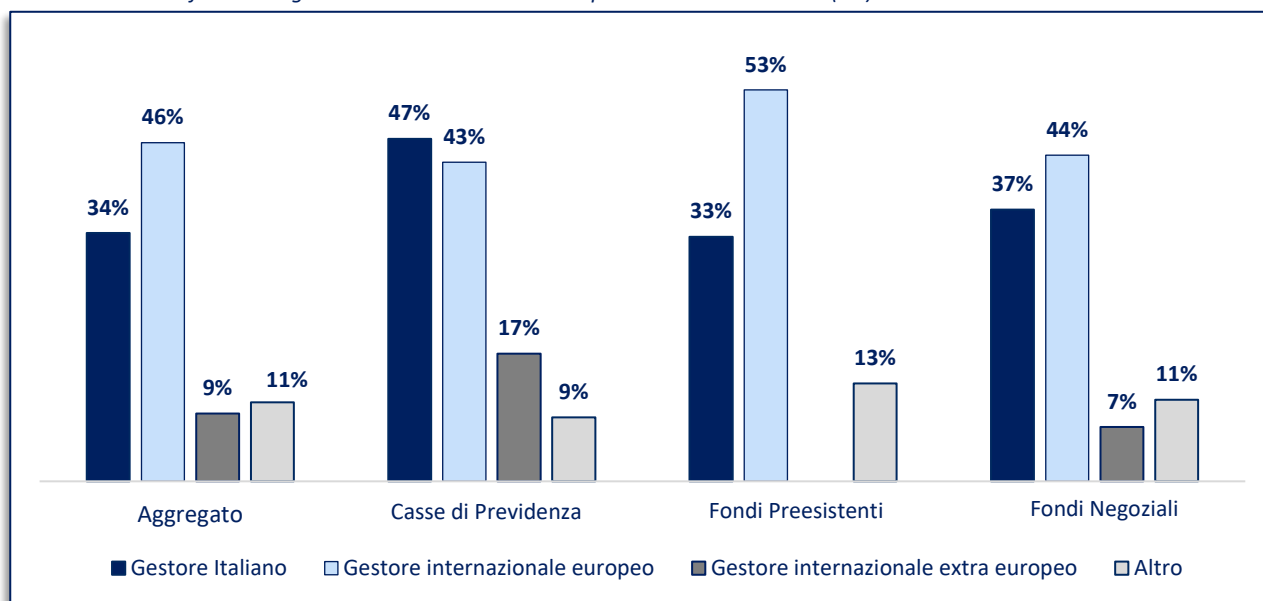


## 5. SELEZIONE DEGLI INVESTIMENTI

### Provenienza del Gestore (GP)

Dall'analisi aggregata dei dati ottenuti, gli Investitori Istituzionali Italiani **preferiscono affidarsi ad un gestore internazionale Europeo nel 46% dei casi**, mentre il 34% dei rispondenti dichiara di affidarsi ad un gestore domestico.

**GRAFICO 21:** Preferenze degli Investitori Istituzionali sulla provenienza del Gestore (GP)



Guardando invece ai dati delle singole categorie di investitori si evidenziano alcune differenze nelle preferenze.

Per ciò che riguarda le **Casse di Previdenza**, le **preferenze risultano allineate tra gestore domestico e gestore internazionale europeo**, con il 47% dei rispondenti che dichiara di preferire un gestore domestico, a fronte di un 44% che invece sceglie un gestore internazionale europeo.

I **Fondi Pensione nel loro insieme**, preferiscono invece un gestore internazionale europeo rispetto ad uno domestico, con una differenza più netta se si guarda ai Fondi Preesistenti (53% delle preferenze rispetto al 33%). Tale differenza si assottiglia guardando ai Fondi Negoziali, i quali preferiscono per il 44% un gestore internazionale europeo, rispetto al 37%.

Tali preferenze sono riconducibili anche alla natura degli operatori in sé, con le Casse che rappresentano un'istituzione con fini pubblici e che per tale motivo sono più attente alla selezione dei Gestori anche dal punto di vista geografico. Diverso invece il discorso per i Fondi, i quali essendo enti privati operano con una maggiore autonomia.



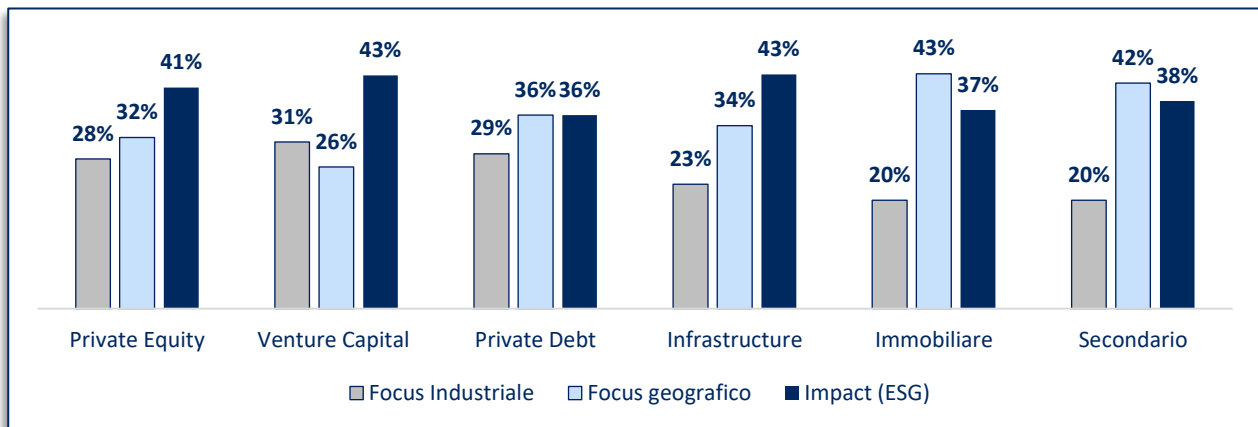
## Caratteristiche del Gestore (GP)

Nella selezione dei gestori, la maggior parte dei partecipanti al questionario ritiene policy *ESG/impact investing* la caratteristica principale da ricercare, con una media di risposte di circa il 40% per ogni asset class.

In secondo luogo, gli Istituzionali Italiani **preferiscono gestori che hanno un focus di investimento geografico**. Infatti, salvo l'asset class del Venture Capital dove il focus industriale raccoglie il 31% delle preferenze rispetto al 26% del focus geografico, per tutte le altre asset class il **focus geografico raccoglie in media il 37% delle preferenze rispetto al 24% del focus industriale**. La differenza è ancora più marcata per le asset class del Real Estate (43% vs. 20%) e Secondario (43% vs. 20%).

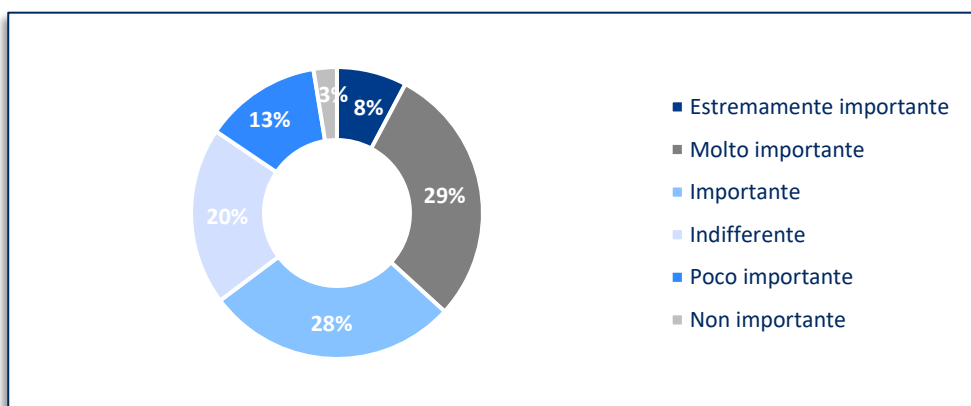
Dall'analisi dei dati sottostanti sembra evidente la volontà degli Investitori Istituzionali Italiani di investire in **iniziative con una forte connotazione ESG** e di essere molto attenti alla diversificazione del rischio, premiando meno le iniziative caratterizzate da specializzazione verticale, la quale per sua natura riflette profili di rischio più elevati.

**GRAFICO 22:** Importanza attribuita a focus industriale, focus geografico e policy ESG (%)



Per ciò che concerne la presenza di policy ESG, dal confronto con i *peer* Internazionali, emerge un allineamento in termini di importanza attribuita a tale caratteristica seppur meno marcata per gli Istituzionali Italiani. Difatti, secondo un'analisi su scala globale (Grafico 23) ben il 65% degli Istituzionali Internazionali ritiene importante la presenza di policy ESG nelle scelte d'investimento.

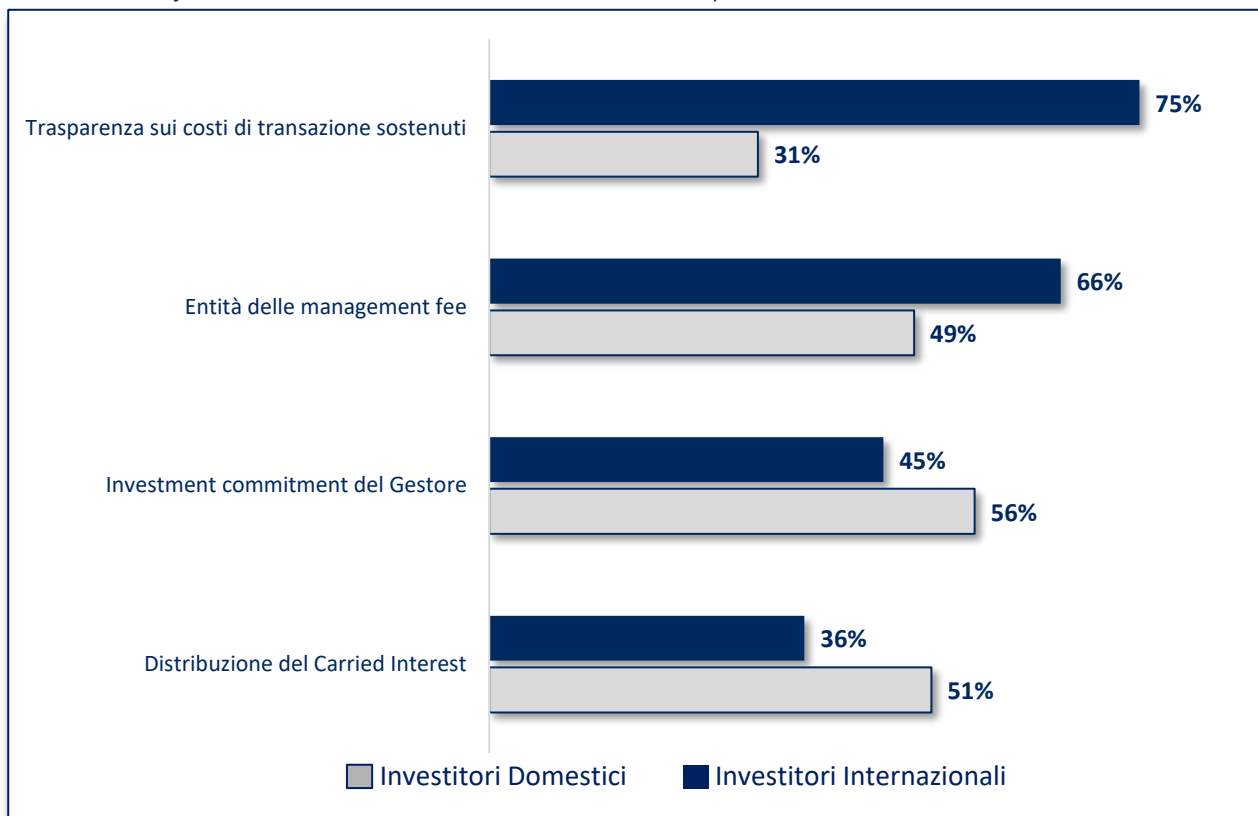
**GRAFICO 23:** Importanza attribuita alla policy ESG nelle scelte di investimento dai *peer* Internazionali



### Caratteristiche dell'investimento (FIA)

Nella valutazione degli investimenti, gli investitori Istituzionali Italiani mostrano un approccio differente rispetto ai peer internazionali. Più nel dettaglio, le principali caratteristiche a cui gli **operatori italiani** prestano maggiore attenzione sono quelle relative alla **trasparenza dei costi** (75% vs. 31%) e all'**entità delle management fee** (66% vs. 49%). Tale propensione si ritiene possa essere frutto di una gestione degli investimenti basata su mandato di gestione a GEFIA]. Per la scelta degli **operatori internazionali** risulta molto importante identificare un gestore che abbia **un forte allineamento di interessi con l'investitore**. Infatti, la maggioranza degli internazionali (56% vs. 45%) presta molta attenzione all'investment commitment del gestore e alla distribuzione del carried interest (51% vs 36%), evidenziando come fattore primario **l'allineamento degli interessi** tra GP e LPs.

**GRAFICO 24:** Confronto Investitori Domestici e Peer Internazionali sull'importanza attribuita a determinate caratteristiche del GP



## 6. RENDIMENTI DEGLI INVESTIMENTI IN PRIVATE CAPITAL

### Rendimenti attesi<sup>16</sup>

Dall'osservazione del Grafico 25 emergono alcuni punti importanti:



Le tre tipologie di Investitori presentano la stessa curva di rendimenti attesi dagli investimenti in Private Capital. **Esiste dunque un allineamento in termini di livello dei rendimenti attesi per ognuna delle asset class.**

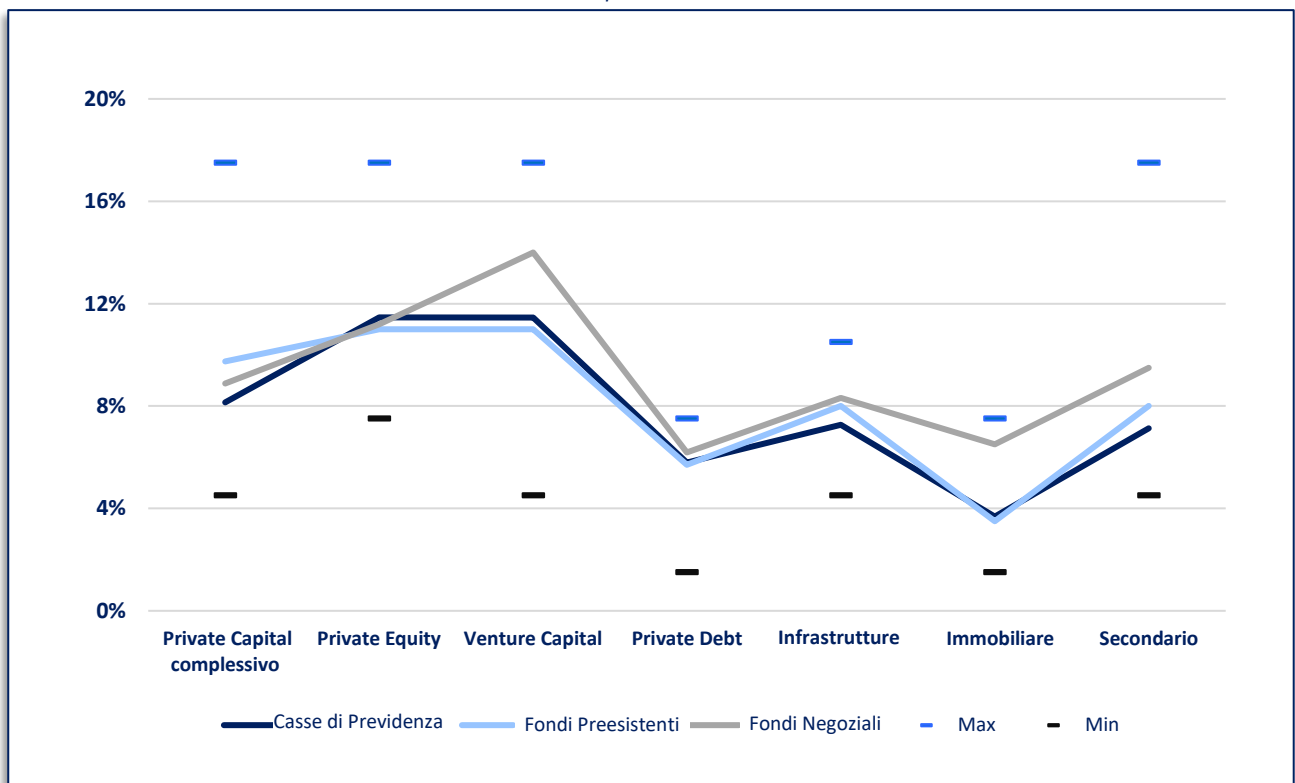


I **Negoziati** per le asset class del Venture Capital e dell'Immobiliare presentano delle attese di rendimento più alte rispetto a Casse e Preesistenti. Per il Venture le attese dei Negoziati rispecchiano le caratteristiche di maggiore rischiosità dell'asset class rispetto al Private Equity tradizionale.



Il disallineamento rispetto al rendimento atteso dell'Immobiliare fra Casse e Negoziati potrebbe essere giustificato dalla "qualità" degli investimenti immobiliari. Facendo riferimento al **trend generale** di disinvestimento da parte delle Casse, si intuisce come questa asset class non abbia negli anni portato a rendimenti favorevoli, da qui, le attese contenute. Viceversa, i Negoziati che investono poco in questa categoria, e presentano come riferimento investimenti più qualificati in tale asset class, presentano dei rendimenti attesi più alti. A questo si aggiunge una tematica di investimento diretto nel mercato immobiliare residenziale che negli anni ha visto come protagoniste le Casse, portando ad un ulteriore ribasso nelle attese di performance dell'Asset Class.

GRAFICO 25: Rendimenti attesi delle asset class del Private Capital



<sup>16</sup> I rendimenti riportati sono stati calcolati come media dei rendimenti indicati dagli intervistati per ogni asset class

## Rendimenti realizzati

Dall'analisi dei rendimenti realizzati<sup>17</sup> dagli Investitori emergono alcune evidenze importanti:



Vi sono **differenze** in termini di rendimenti realizzati **fra le diverse tipologie di investitori**. Le Casse di previdenza sono gli investitori che hanno ottenuto i rendimenti migliori, viceversa, i Negoziati hanno ottenuto rendimenti negativi da tutte le asset class considerate. Come illustrato prima, i Negoziati stanno completando la loro entrata nel mercato. Date le **duration d'investimento** del Private Capital, 5-10 anni, la combinazione dei due fattori potrebbe essere una **spiegazione della differenza di rendimenti**.

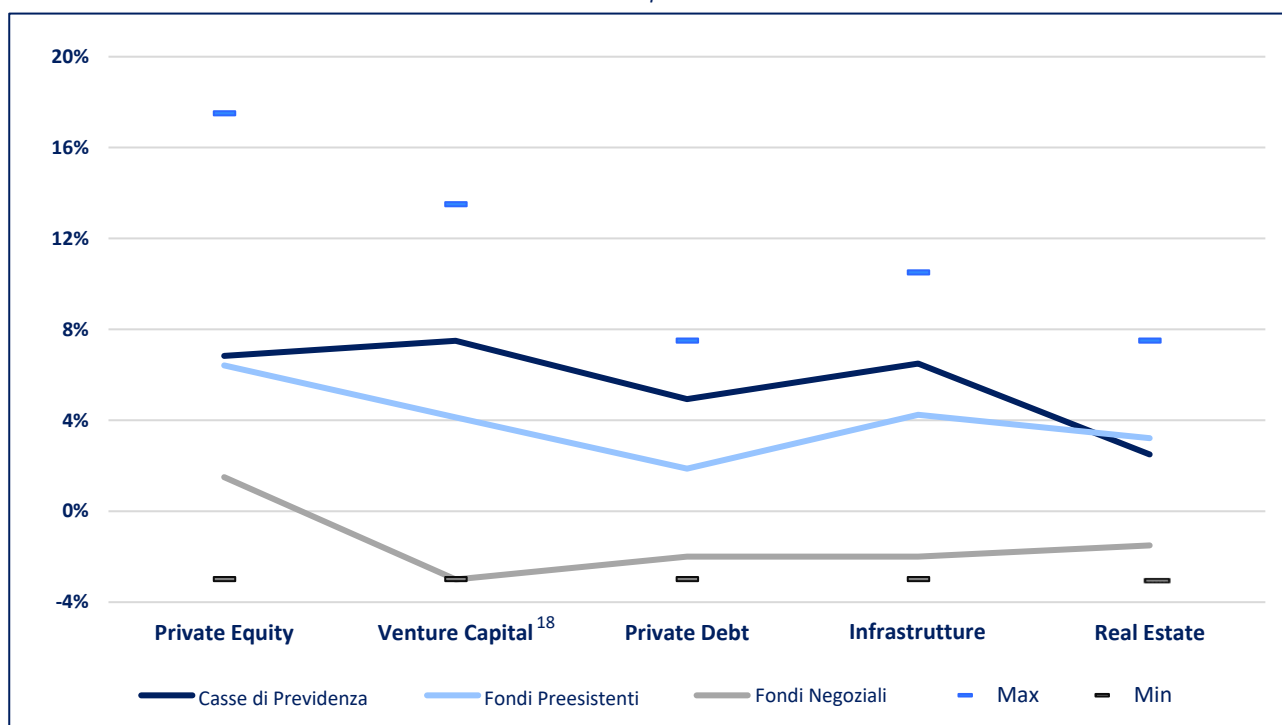


Si rileva una **dispersione tra le risposte ricevute** considerando i rendimenti massimi e minimi realizzati per categoria. Questo suggerisce come vi siano differenze in **termini di implementazione delle politiche di investimento fra Investitori**.



L'immobiliare e il Private Debt risultano essere le asset class che realizzano i rendimenti più bassi sia in termini di minimo, che di massimo realizzato.

GRAFICO 26: Rendimenti realizzati nelle asset class del Private Capital

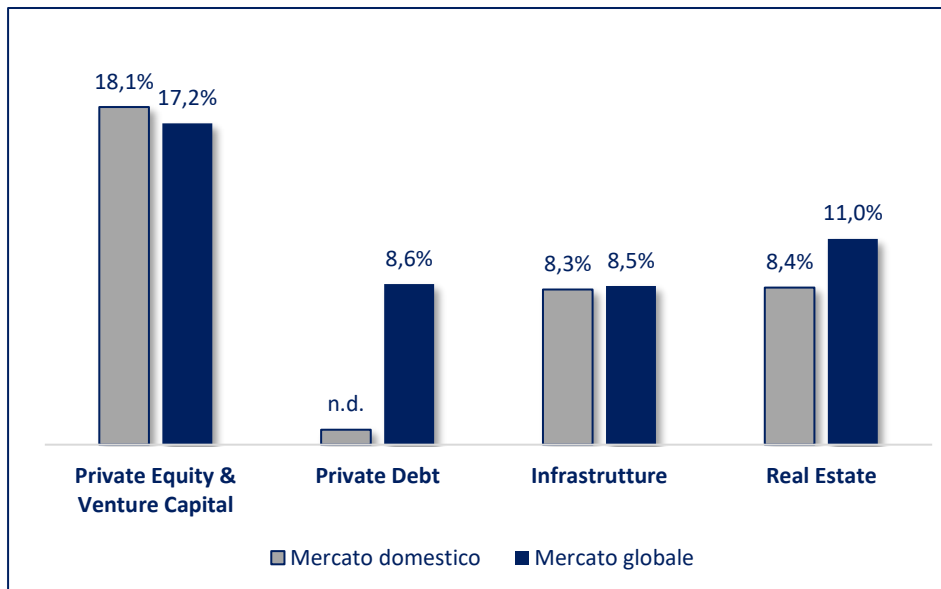


<sup>17</sup> I rendimenti riportati sono stati calcolati come media dei rendimenti indicati dagli intervistati per ogni asset class

<sup>18</sup> Si segnala che per il calcolo rendimento del *Venture Capital*, nei casi delle Casse di Previdenza e dei Negoziati, il campione di risposte risulta contenuto

Dal confronto tra i rendimenti conseguiti dai fondi d'investimento nelle asset class del Private Capital<sup>18</sup> emerge **un sostanziale allineamento fra i rendimenti dei fondi domestici e quelli degli operatori internazionali**. Questa evidenza suggerisce che vi è una effettiva capacità dei GP e dei fondi d'investimento italiani di conseguire rendimenti di capitale allineati a quegli degli operatori globali.

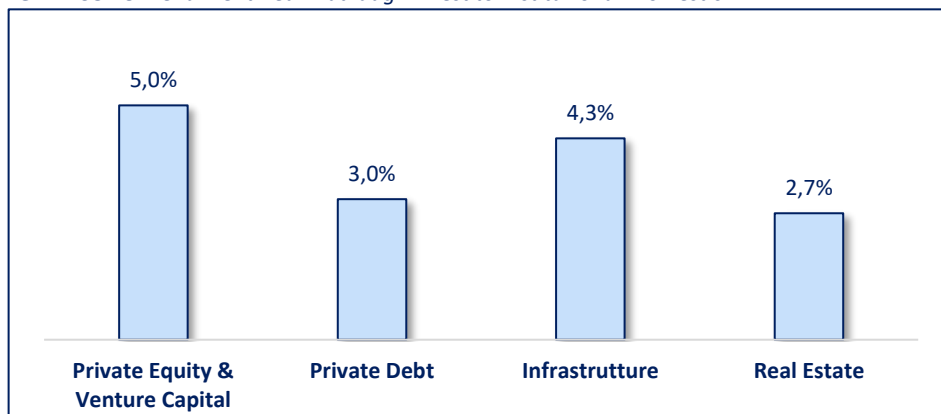
**GRAFICO 27:** Confronto rendimenti realizzati fondi di Private capital Domestici vs Globali



Il Grafico 28 mostra la media dei rendimenti realizzati nell'ultimo anno dagli Investitori Istituzionali Italiani. Si ricava che gli Investitori Istituzionali Domestici nell'ultimo anno non siano riusciti a catturare pienamente l'opportunità di rendimento offerta dalle asset class che compongono il Private Capital.

Deduciamo dunque che quanto sopra evidenziato sia il risultato dell'attività di implementazione dell'asset allocation, o in alternativa, nel caso di mandati in gestione, della scelta dei gestori che hanno conseguito risultati inferiori alla media di mercato. Si ritiene in ogni caso opportuno ripetere l'analisi prendendo in considerazione i rendimenti ottenuti anche negli anni a venire, al fine di osservare l'andamento dei rendimenti per un periodo più lungo.

**GRAFICO 28:** Rendimenti realizzati dagli Investitori Istituzionali Domestici



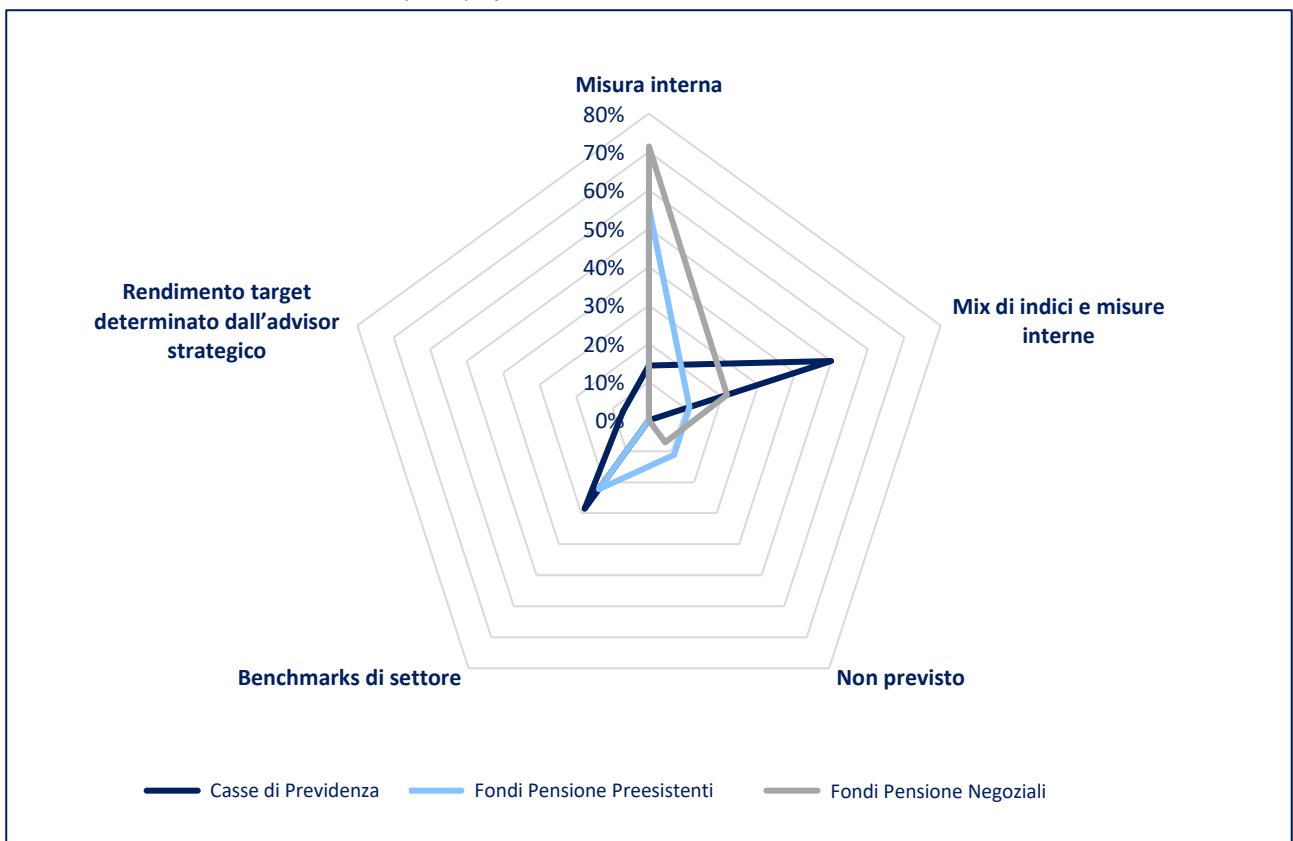
<sup>18</sup> Media IRR fondi d'investimento italiani e globali per asset class, vintage 2010-2020, Fonte Pitchbook

## 7. MONITORAGGIO DEGLI INVESTIMENTI IN PRIVATE CAPITAL

### Misure di riferimento per la valutazione delle performance

- Se consideriamo solamente i **Fondi Pensione Negoziali** emerge come il 71% di essi utilizzi delle **misure interne** ai fini di valutazione delle performance degli investimenti in Private Capital. La restante parte di affida ad un mix di indici e misure interne.
- I **Fondi Pensione Preesistenti** si servono maggiormente (56%) di misure interne per le valutazioni, e in maniera residuale di Benchmark di settore (22%) e mix di indici e misure interne (11%).
- Una **Cassa di Previdenza** su due valuta la propria performance comparando i rendimenti ottenuti con un mix di indici e misure interne. La seconda categoria più utilizzata risulta essere il benchmark di settore (29%).

GRAFICO 29: Benchmark di valutazione per le performance



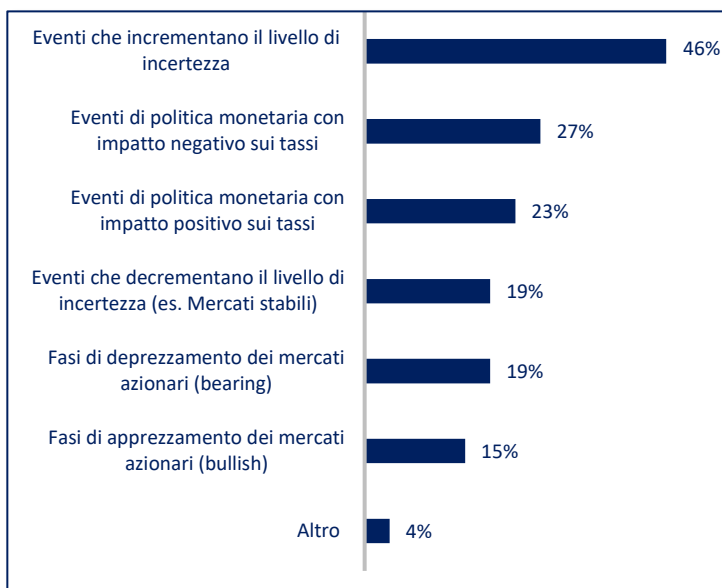
Nonostante la maggior parte degli Investitori abbia definito una misura per la valutazione delle performance, solamente il 14% di questi ha definito una **soglia di over/under performance** (tre Casse di Previdenza e due Fondi Negoziali). Il 45% degli investitori che utilizzano delle misure di Benchmark prevedono dei ribilanciamenti di portafoglio in caso di scostamento delle performance valutando caso per caso se si tratta di over o under performance.



### Ribilanciamento di portafoglio

Per quanto concerne i **trigger esterni** che portano ad una valutazione e ad un eventuale ribilanciamento, emerge una **elevata attenzione agli eventi che aumentano l'incertezza del mercato (46%)**. A seguire, il focus si sposta su **eventi di politica monetaria** come le modifiche dei tassi di interessi. La prevalenza della variabile macroeconomica (incertezza e politica monetaria) sui momenti di volatilità dei mercati azionari, non deve sorprendere considerando la natura **Buy and Hold** degli Istituzionali Italiani.

GRAFICO 30: Eventi esterni che portano ad un ribilanciamento di portafoglio



### Tempo medio di rivalutazione dell'allocazione di portafoglio

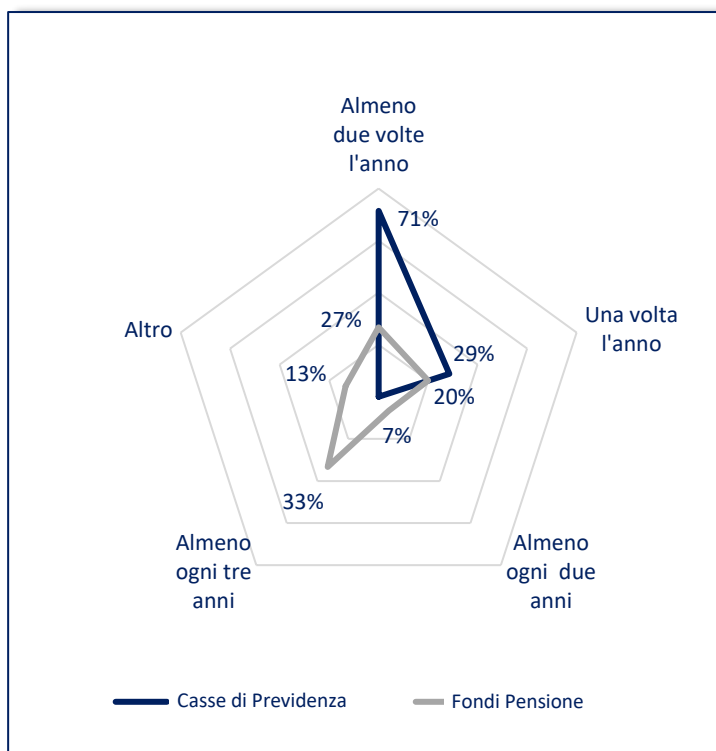
Collegato al tema del ribilanciamento di portafoglio, vi è il **tempo medio di rivalutazione** dell'allocazione degli investimenti.

Emerge chiaramente una **diversa attitudine fra Casse di Previdenza e Fondi Pensione** (Preesistenti e Negoziali sono presentati insieme in quanto presentano comportamenti simili).

Le Casse presentano un'attitudine ad effettuare una valutazione dell'allocazione di portafoglio molto più frequente. Infatti, tutte le Casse valutano l'allocazione almeno una volta l'anno: **71% almeno due valutazioni all'anno**, **29% almeno una volta l'anno**.

La frequenza cala consistentemente per i **Fondi Pensione**, infatti, solamente il **47%** di questi effettua almeno una valutazione annua, mentre il **40%** la effettua ogni due o tre anni. Questa evidenza può essere ricondotta al maggior ricorso da parte dei Fondi Pensione di Gestioni indirette.

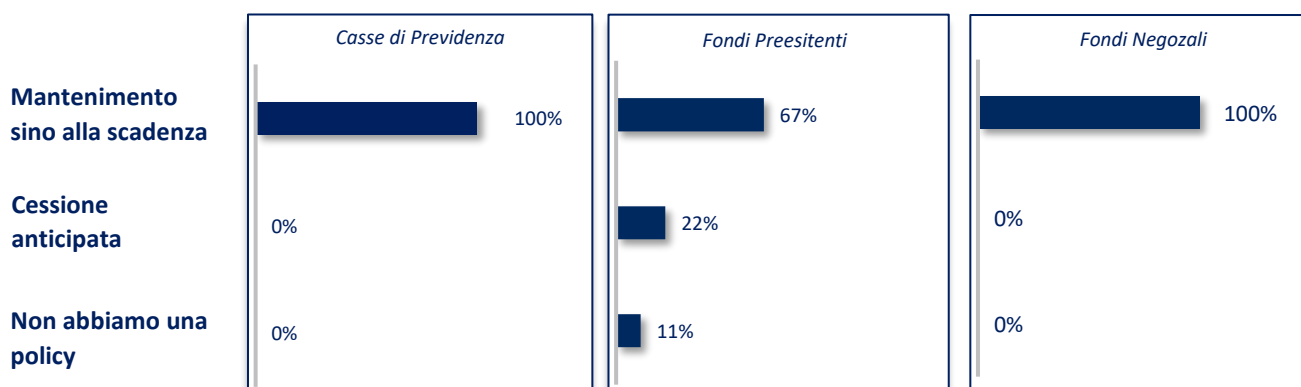
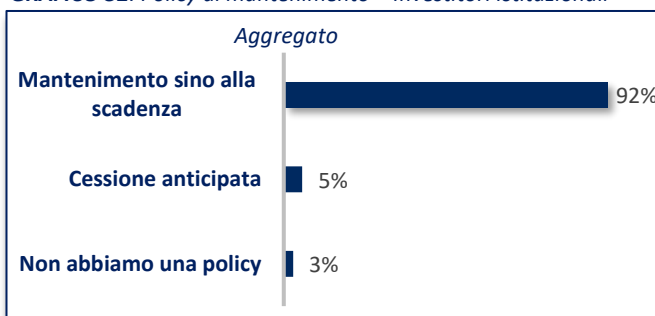
GRAFICO 31: Frequenza valutazioni allocazione di portafoglio



## Policy di mantenimento degli investimenti

In maniera concorde con la natura degli **Investitori Previdenziali**, il 92% mantiene l'investimento fino a scadenza del fondo, senza procedere ad alcun tipo di smobilizzo. Questo dato risulta in contraddizione con le frequenti rivalutazioni eseguite dagli investitori. Considerando tutti gli investitori partecipanti, solamente il 5% smobilizza gli investimenti prima della scadenza. Da questo dato si evince la staticità di portafoglio degli investitori.

GRAFICO 32: Policy di mantenimento – Investitori Istituzionali



Tra le **Casse di Previdenza**, il 100% mantiene fino a scadenza gli investimenti.

Tra i **Preesistenti** si segnala una maggiore dinamicità dei portafogli, infatti il 57% mantiene fino a scadenza, mentre un 22% smobilizza gli investimenti prima della scadenza del fondo. Infine, l'11% non presenta una policy di investimento.

Tra i **Negoziati** invece, la policy risulta più allineata a quella della Casse con il 100% degli investitori che mantiene gli investimenti fino a scadenza.

Nonostante le **frequenti rivalutazioni** degli investimenti, specie nel caso delle Casse, il trend generale suggerisce una **diffusa staticità dei portafogli**, dovuta in prevalenza alla **natura dei sottostanti** e alla politica **non speculativa** degli Investitori protagonisti dell'analisi.

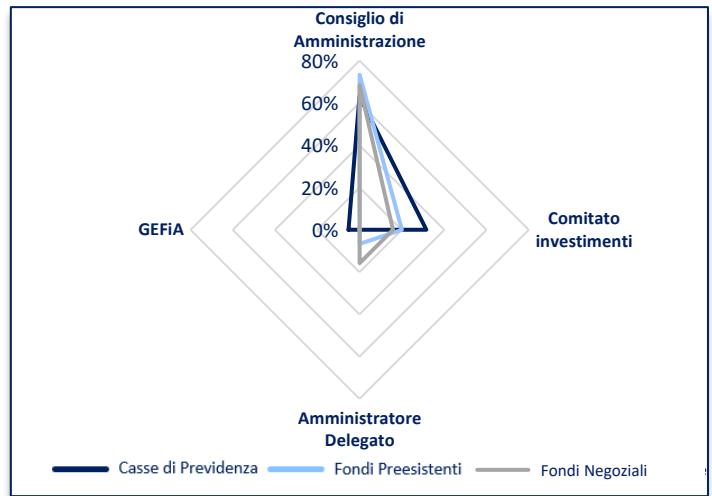
Rileviamo uno scarso, se non nullo, utilizzo del **mercato Secondario** che di solito viene usato come strumento di **gestione del rischio, soluzione di liquidità** per lo smobilizzo anticipato di investimenti in Asset alternativi e **per il raggiungimento** dell'asset allocation tattica/strategica target.

## 8. ORGANIZZAZIONE

### Organo delegato alle decisioni

Per quanto riguarda le decisioni di investimento in PC, emerge come l'organo a cui, in maniera uniforme gli investitori, delegano questa funzione sia il **Consiglio di Amministrazione**, infatti, da un punto di vista **aggregato**, la percentuale è circa del 70%. Secondariamente, circa il 23% delegano ad un **Comitato Investimenti**. In maniera residuale, vi sono poi l'**Amministratore Delegato** e il **Gefia**.

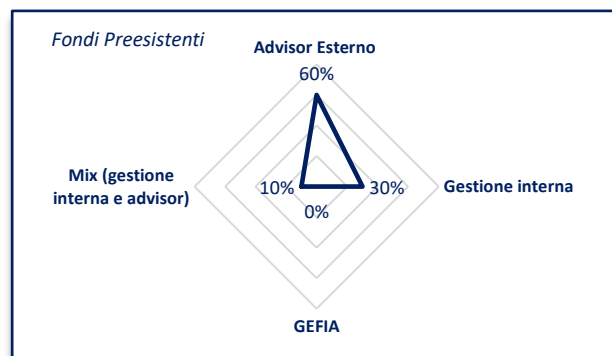
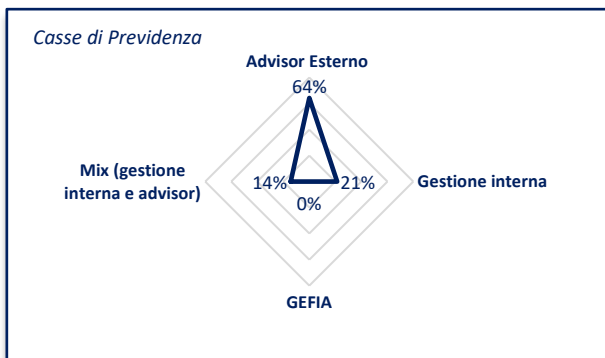
GRAFICO 33: Organi a cui è delegato la decisione sugli investimenti



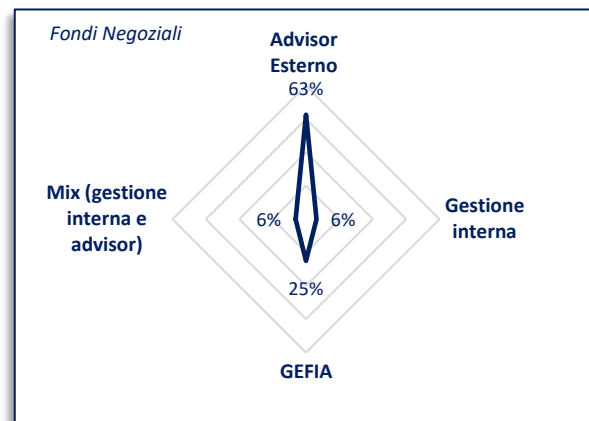
### Gestione e implementazione degli investimenti

Le **Casse di Previdenza** e i **Fondi Preesistenti** presentano modalità di realizzazione degli investimenti in Private Capital molto simili. Entrambi prevedono un forte ricorso ad **Advisor esterni (62%)**. Nei rimanenti casi la scelta si divide in Gestione interna e Mix (interna e advisor).

GRAFICO 34: Modalità per l'Asset allocation in Private Capital



Anche per i **Fondi Negoziati**, il ricorso ad **Advisor Esterni** rappresenta la principale modalità di realizzazione degli investimenti (63%). Mentre la seconda scelta più frequente è il ricorso ad un **GEFIA** (25%). Poco adoperate le modalità miste (6%) o di gestione interna (6%). Risulta importante sottolineare come il legislatore, abbia definito norme sulla modalità d'investimento di questi operatori basate su una matrice indiretta, ovvero affidamento a Gestori professionali, con possibilità di deroghe in materia di gestione diretta degli investimenti. La struttura appare coerente con l'impianto normativo.



## Fattori che incidono nella scelta sulla modalità di implementazione degli investimenti

Nella scelta su quale modalità di gestione degli investimenti in Private Capital incidono alcuni fattori:



Le motivazioni più spesso segnalate dagli Investitori sono connesse alla **conoscenza delle asset class di investimento**, in particolare, la ricerca di competenze in materia di **Due Diligence (64%)** e la conoscenza del **profilo rischio-rendimento (50%)** sono le preferenze più riscontrate.

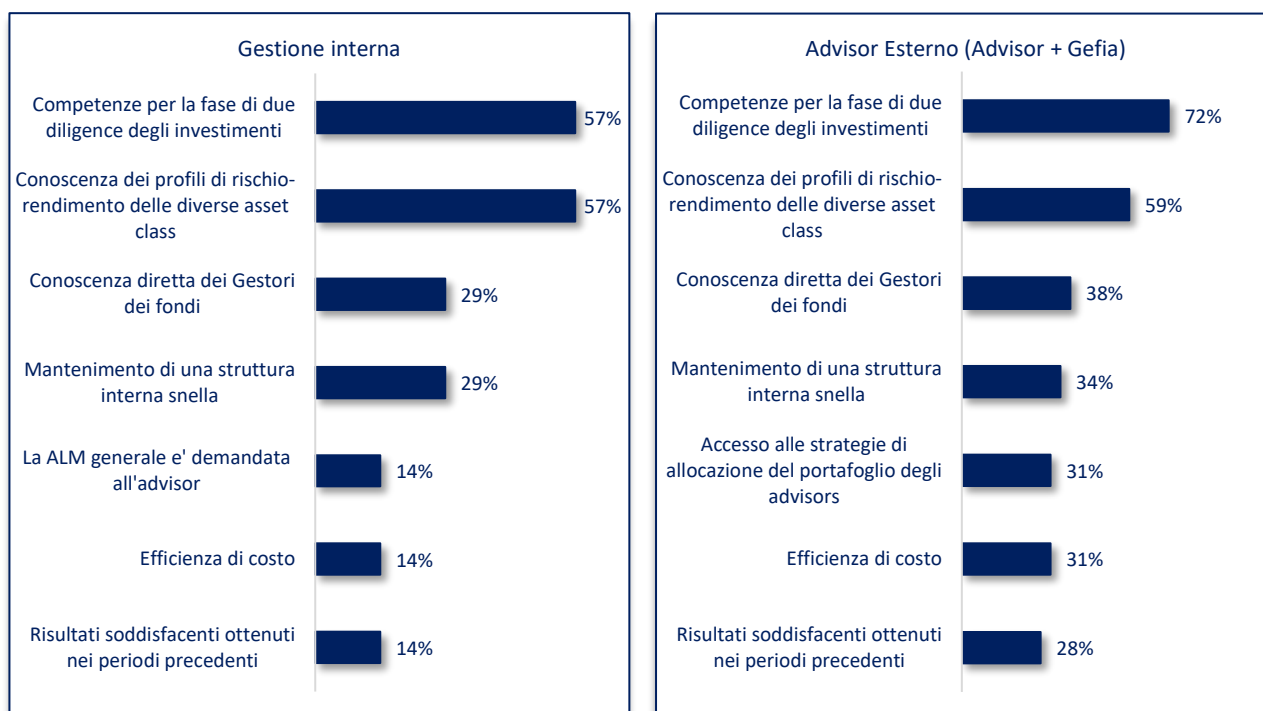


In maniera meno frequente si sono rilevate motivazioni attinenti al gestore: **conoscenza diretta del gestore**, caratteristica importante per il **36%** dei partecipanti, **efficienza di costo (30%)** e **risultati soddisfacenti ottenuti nei periodi precedenti (25%)**.

Ai fini dell'analisi, risultano interessanti le **motivazioni alla base della scelta effettuata**. Sia chi implementa una **Gestione Interna**, sia chi si rivolge ad un **Advisor Esterno** (Advisor o Gefia) lo fa per stesse motivazioni e con lo stesso ordine di importanza.

Da questa evidenza, si può concludere che le variabili considerate in merito alla modalità di investimenti in Private Capital siano le medesime per tutti gli investitori, e che ciascuno adotta una modalità di gestione rispetto ad un'altra sulla base del fatto che si sia dotato delle competenze richieste o meno.

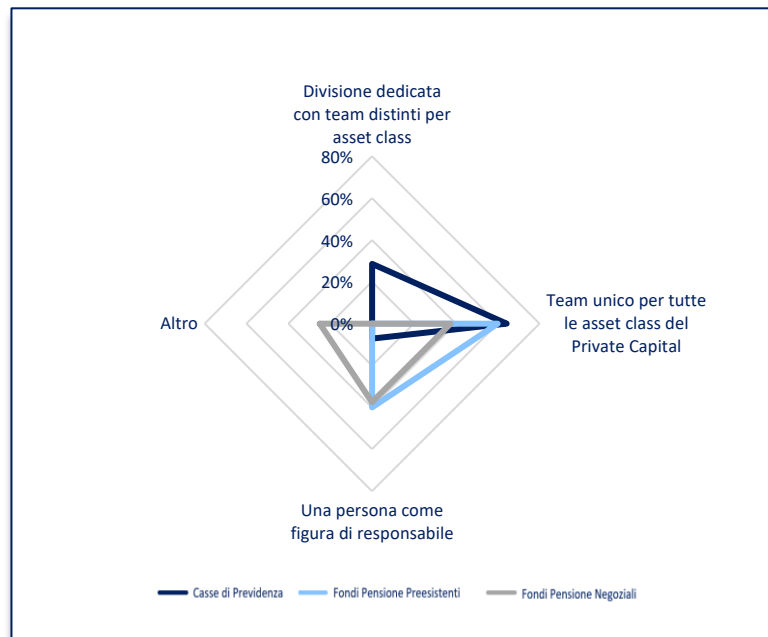
**GRAFICO 35:** Caratteristiche ricercate sulla base della gestione operata – Gestione Interna o Advisor Esterno



## Presidio organizzativo

Dall'analisi sul presidio organizzativo interno dedicato agli investimenti in Private Capital si evincono delle differenze fra gli operatori. Le Casse di Previdenza sono le realtà più strutturate, infatti si dividono in **team distinti per ogni asset class** del PC (29%), e in **team unico per tutte le asset class** (65%). I Preesistenti invece si avvalgono di un team unico (60%) o di una persona come responsabile (40%). I Negoziali infine prevedono nel **38%** dei casi un team unico oppure una **persona come figura responsabile (38%)**.

GRAFICO 36: Presidi organizzativi posti a gestione degli Investimenti



In conclusione, le Casse di Previdenza presentano delle organizzazioni strutturate per gli investimenti in Private Capital. Con un patrimonio in gestione in media più piccolo, i Preesistenti sono investitori con strutture di base e i Negoziali, presentano le strutture operative più contenute.

Grazie per avere letto il Report sul Private Capital 2021. Ci auguriamo che le informazioni riportate siano d'interesse e costituiscano un utile riferimento. Non esitate a contattarci per qualsiasi necessità.

Questo Report è stato realizzato con il contributo di:

Giovanni Di Salvo, Giovanni Mazzucato, Luigi Rea per il team di Terzi&Partners guidato da Vittorio Terzi

Alessia Muzio e Barbara Passoni per il team di AIFI guidato da Anna Gervasoni

---

## Contatti

Giovanni Di Salvo  
Senior Associate  
Terzi&Partners  
Email: [giovanni.disalvo@terziandpartners.com](mailto:giovanni.disalvo@terziandpartners.com)  
T. +39 346 0602856

Barbara Passoni  
Responsabile Pubblicazioni e Rapporti Investitori  
AIFI  
Email: [b.passoni@aifi.it](mailto:b.passoni@aifi.it)  
T. +39 366 6980499

**Terzi&Partners Srl**  
Via San Paolo, 7 - 20121, Milano  
+39 02 87085551

<https://www.terziandpartners.com>



**Terzi&Partners** è una società professionale indipendente che serve imprese e istituzioni finanziarie nazionali e internazionali nel mercato italiano, applicando un approccio *tailor-made* e orientato al risultato.

**AIFI**  
Via Pietro Mascagni, 7 - 20122, Milano  
+39 02 7607531

<https://www.aifi.it>

**AIFI** è l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt nata per sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano.

---

Le informazioni contenute nel presente Report sono tratte dalle risposte ricevute dai partecipanti alla Survey e da fonti pubblicamente disponibili. Terzi and Partners Srl e AIFI - Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt non si assumono responsabilità né garantiscono in nessun modo la correttezza e completezza delle informazioni riportate. Le informazioni vengono riportate al solo scopo di descrivere le dinamiche del mercato italiano del Private Capital. Terzi and Partners e AIFI non si assumono nessuna responsabilità per le perdite o i danni che potrebbero arrivare dall'uso improprio del presente Report e delle informazioni in esso contenute.

© 2021 Terzi and Partners Srl. Tutti i diritti riservati.

Data di pubblicazione: Settembre 2021