



XV INDAGINE ANNUALE SU INVESTITORI
ISTITUZIONALI E GESTORI FINANZIARI

Sentiment e prospettive del mercato istituzionale italiano

Indagine su operatività e livelli di soddisfazione in tema
di performance, investimenti, diversificazione dei patrimoni
e rapporti tra investitori istituzionali, gestori finanziari e advisor

A cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

XV INDAGINE ANNUALE SU INVESTITORI
ISTITUZIONALI E GESTORI FINANZIARI

Sentiment e prospettive del mercato istituzionale italiano

Indagine su operatività e livelli di soddisfazione in tema
di performance, investimenti, diversificazione dei patrimoni
e rapporti tra investitori istituzionali, gestori finanziari e advisor

A cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

Chiuso in redazione il 27/3/2026

*Si ringraziano investitori istituzionali e gestori rispondenti alla survey
per la gradita e preziosa collaborazione*



Indice

| | |
|---|-----------|
| Premessa | IV |
| 1. Gli investitori istituzionali | 5 |
| 1.1 Il campione di riferimento..... | 5 |
| 1.2 Come ritiene la diversificazione degli investimenti? | 7 |
| 1.3 La <i>performance</i> finanziaria ottenuta è soddisfacente? | 7 |
| 1.4 Nella definizione della propria politica di investimento, l'Ente adotta modelli ALM?..... | 8 |
| 1.5 Qual è il valore del <i>funding ratio</i> del proprio Ente? | 10 |
| 1.6 In quali strumenti investe attualmente l'Ente? | 10 |
| 1.7 Pensa che l' <i>asset allocation</i> dovrà essere rivista nel breve termine? | 12 |
| 1.8 In quali strumenti l'Ente si propone di investire (o di aumentare l'esposizione) nel prossimo futuro? | 13 |
| 1.9 L'Ente detiene in portafoglio strumenti destinati all'investimento in economia reale italiana? Se sì, in quale percentuale del patrimonio? | 14 |
| 1.10 Quali misure per aumentare l'esposizione in economia reale? | 15 |
| 1.11 Qual è il numero di gestori a cui affidate il vostro patrimonio?..... | 16 |
| 1.12 La relazione con i gestori è...?..... | 17 |
| 1.13 La performance offerta dalle fabbriche prodotto sulle masse in gestione è...? | 18 |
| 1.14 Vi avvalete per la vostra attività di <i>asset allocation</i> e selezione dei gestori di un <i>advisor</i> esterno? | 20 |
| 1.15 Com'è la relazione con l' <i>advisor</i> ?..... | 20 |
| 1.16 Vi avvalete di un <i>risk manager</i> esterno diverso dall' <i>advisor</i> ? | 21 |
| 2. La relazione dei gestori con gli investitori istituzionali | 22 |
| 2.1 Il campione di riferimento..... | 22 |
| 2.2 Quali strumenti offrite al mercato? | 22 |
| 2.3 Come valutereste la vostra relazione con investitori? | 23 |
| 2.4 Pensate che l' <i>Awareness</i> e il livello dimensionale (<i>asset under management</i>) della casa di investimento siano elementi premianti in fase di selezione? | 25 |
| 3. Il rapporto tra fabbriche prodotto e <i>advisor</i> | 27 |
| 3.1 Come valutereste la vostra relazione con gli <i>advisor</i> ? | 27 |
| 3.2 Incontrare gli <i>advisor</i> è...?..... | 27 |
| 3.3 In una scala da 1 (minimo) a 5 (massimo), ritenete che le selezioni coadiuvate dagli <i>advisor</i> siano fatte correttamente? | 28 |
| 4. Offerta | 30 |
| 4.1 Come valutate le vostre <i>performance</i> ?..... | 30 |
| 4.2 Le richieste di enti e fondi sono in linea con i loro obiettivi di rendimento?..... | 31 |
| 4.3 Qual è il livello commissionale medio per i mandati di gestione obbligazionari, azionari, bilanciati e <i>total return</i> ? | 32 |
| 4.4 Qual è il livello commissionale medio per le gestioni obbligazionarie, azionarie, bilanciate e <i>total return</i> ?..... | 33 |
| 4.5 Per una efficiente gestione ritenete che il livello commissionale proposto dagli enti sia..? | 34 |
| 4.6 Considerati la composizione del patrimonio e gli obiettivi di investimento enti e fondi, le vostre proposte sono perlopiù...?..... | 34 |
| 4.7 La vostra offerta è valutata per...? | 35 |
| Il questionario | 37 |

Premessa

L'indagine annuale su “*Investitori istituzionali e gestori finanziari*” si propone di offrire **uno spaccato qualitativo del mercato istituzionale italiano, sondandone il *sentiment***, con particolare riferimento alle relazioni che intercorrono tra i suoi attori, e delineando così alcune caratteristiche “strutturali” dei soggetti coinvolti e delle loro dinamiche di funzionamento.

A tal fine, dal 2025 l'indagine si compone di due parti, dedicate rispettivamente agli investitori istituzionali e ai gestori dei loro patrimoni, in continuità con le ricerche condotte da Itinerari Previdenziali fin dal lontano 2011, con l'obiettivo di fotografare l'evoluzione del mercato. Nel dettaglio, la ***prima sezione*** si basa su una *survey* inizialmente somministrata in occasione del tradizionale Itinerario Previdenziale ai ***principali enti previdenziali*** (Casse professionali di primo pilastro e fondi pensione), e in seguito inclusa in altre pubblicazioni – il Report sugli Investitori istituzionali italiani, prima e il Quaderno di Approfondimento sulle politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani, poi – estendendo il campione anche a Fondazioni di origine Bancaria e Compagnie di Assicurazione e ***arrivando a contare nel 2026 132 rispondenti per un patrimonio rappresentato di circa 600 miliardi di euro***. L'indagine propone 24 domande con l'obiettivo di reperire informazioni sulle caratteristiche generali dei soggetti investitori: la loro dimensione patrimoniale e gli strumenti di investimento utilizzati, nonché il loro livello di soddisfazione per le *performance* finanziarie realizzate e il rapporto con gli *advisor*.

La ***seconda sezione***, invece, è basata su un questionario somministrato ai ***responsabili delle società di gestione dei patrimoni previdenziali*** e, rispetto alle precedenti edizioni, sono state introdotte alcune domande aggiuntive al fine di valutare la struttura dell'offerta e le relazioni con l'intero panorama degli investitori istituzionali (*Casse di Previdenza, fondi pensione, Fondazioni di origine Bancaria, Compagnie di Assicurazione, Family Office e fondi sanitari*) e delle società di consulenza (gli *advisor*).

A differenza delle precedenti indagini di Itinerari Previdenziali¹, è cambiato notevolmente il contesto di riferimento del mercato e la dimensione del campione sia per quanto riguarda gli enti che i gestori. I portafogli istituzionali sono progressivamente passati da una gestione prevalentemente a carattere assicurativo a una gestione finanziaria più strutturata con soluzioni proposte da banche d'investimento, tramite l'utilizzo di strumenti alternativi e fondi *hedge* fino alla crisi finanziaria causata dal fallimento di *Lehman Brothers* nel 2008. Da quel momento in poi sono stati abbandonati i prodotti a carattere prettamente speculativo e si è assistito a un sempre maggior grado di diversificazione in scia alla crescita dei patrimoni e all'evoluzione delle strutture interne degli enti. Detto dell'allargamento del campione dal lato della domanda, anche dal lato delle fabbriche prodotto i rispondenti alla presente indagine appaiono più eterogenei rispetto al passato, complice anche la maggiore diffusione di strumenti che investono nei *private market*.

¹ L'intera serie storica delle indagini dedicate a investitori istituzionali e gestori finanziari è disponibile per la libera consultazione nella sezione “Ricerche” del sito Itinerari Previdenziali.

1. Gli investitori istituzionali

1.1 Il campione di riferimento

La prima parte della presente indagine è rivolta agli investitori istituzionali ed è dedicata a reperire informazioni sulle caratteristiche generali dei soggetti rispondenti: la loro dimensione patrimoniale e gli strumenti di investimento utilizzati, nonché il loro livello di soddisfazione per le *performance* finanziarie realizzate e il rapporto con gli *advisor*. Anche nel 2026, come accade da quando questo studio è stato inserito all'interno del Quaderno di Approfondimento “*ESG e SRI, le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani*” e in maniera costante negli otto anni di storia, il numero dei soggetti partecipanti all'indagine è aumentato testimoniando la grande importanza per il mondo istituzionale di partecipare a occasioni di confronto con il mercato. Gli enti che hanno collaborato e risposto al questionario sono **132**, contro i 131 del 2025, i 128 del 2024, i 123 del 2023, i 106 del 2022, i 79 del 2021 e i 63 del 2020; al netto delle 21 Compagnie di Assicurazione, i 111 investitori istituzionali (Casse di Previdenza, fondi pensione e Fondazioni di origine Bancaria) rappresentano un patrimonio di **287 miliardi di euro**, pari a **circa il 92,6% del totale dei patrimoni degli investitori istituzionali previdenziali e fondazionali**, in aumento dal **90,5%** dell'anno precedente. I patrimoni si riferiscono a valori di bilancio al 31/12/2024.

Nel dettaglio, hanno partecipato: tutte le **19 Casse di Previdenza privatizzate** (con esclusione di ONAOSI), per un totale di attivo patrimoniale di oltre **115 miliardi di euro**; **39 Fondazioni di origine Bancaria**, con circa **41,95 miliardi di attivo**, pari all'82,6% del totale delle 84 Fondazioni; **22 Fondi Pensione Preesistenti (FPP)** per un **ANDP** di **56,7 miliardi** (pari a circa l'81,4% dell'ANDP complessivo) e **31 Fondi Pensione Negoziali (FPN)** (+1 sul 2025), per un **ANDP** di **73,3 miliardi** (il **98,3%** del totale ANDP); **21 le Compagnie di Assicurazione**, per un totale investimenti di oltre **370 miliardi di euro**, pari al 52% dei circa 717 miliardi di patrimonio della classe C (rami Vita diversi dai prodotti *Linked* e rami Danni). Di questi **132** investitori, **84 hanno un patrimonio superiore al miliardo di euro**, pari al 64% del campione (**figura 1.1**), di cui il 38% (50 enti su 132) supera i due miliardi di euro. Considerando anche l'incremento nel numero di rispondenti, leggermente aumentato rispetto all'anno precedente, il numero di soggetti con patrimonio superiore ai 2 miliardi di euro, pari a oltre un terzo dell'intero campione, evidenzia come il mondo degli investitori istituzionali italiani abbia ancora patrimoni contenuti, pur essendo in forte sviluppo. Considerando solo Casse di Previdenza e fondi pensione, gli enti con patrimonio sopra 1 miliardo di euro sono passati dal 60% del 2011 al 75% del 2026, mentre sotto 1 miliardo sono scesi dal 40% al 25%.

Figura 1.1 - Dimensioni patrimoniali del campione (valori di bilancio al 31/12/2024)

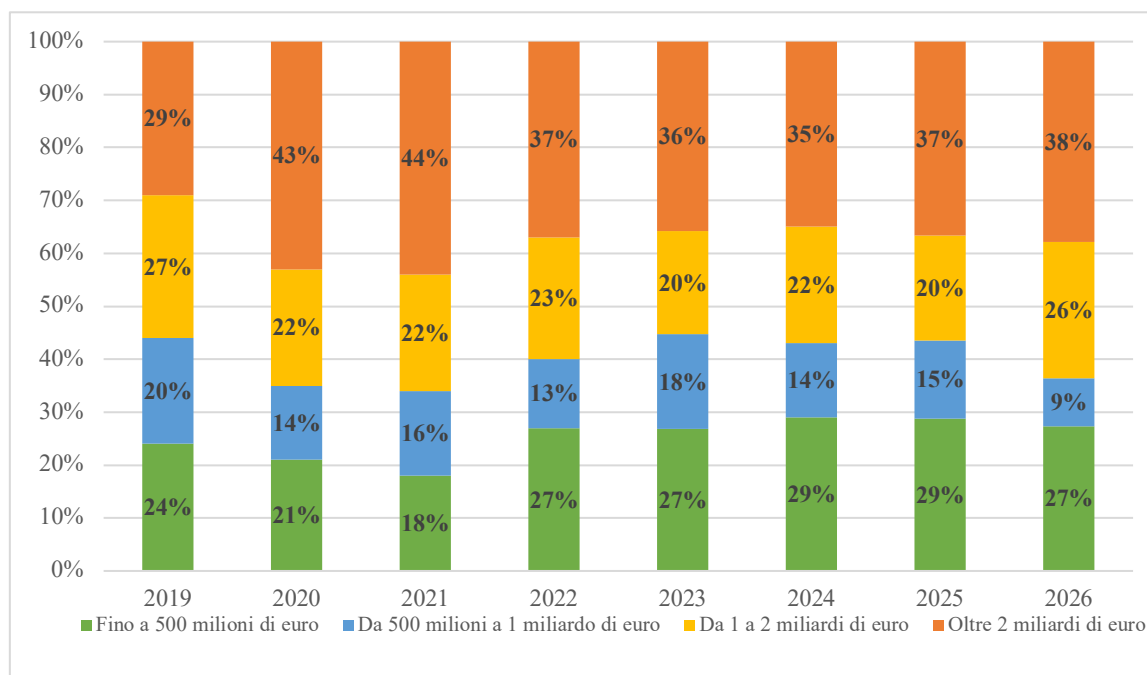
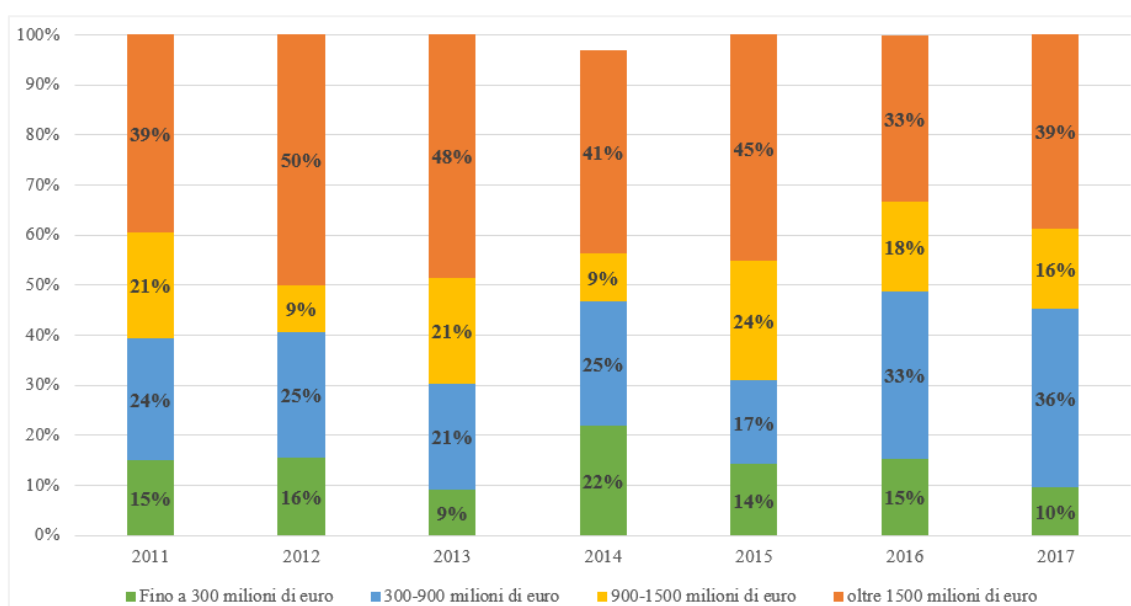


Figura 1.1a - Dimensioni patrimoniali del campione (serie storica 2011-2017)



Dal Report “*Investitori Istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l’anno 2024*”¹ emerge infatti che il patrimonio degli investitori istituzionali che operano nel welfare contrattuale (fondi pensione negoziali, preesistenti e fondi sanitari integrativi), le Casse pensionistiche privatizzate dei liberi professionisti e le Fondazioni di origine Bancaria, nonostante le crisi economiche e finanziarie di questi ultimi 15 anni, è costantemente aumentato, passando dai 142,85 miliardi di euro del 2007 ai 315,93 del 2024, con un incremento del 121%. Rapportato al PIL, il patrimonio di questi investitori istituzionali è pari al 14,4%; considerando anche il patrimonio del welfare privato (Compagnie di

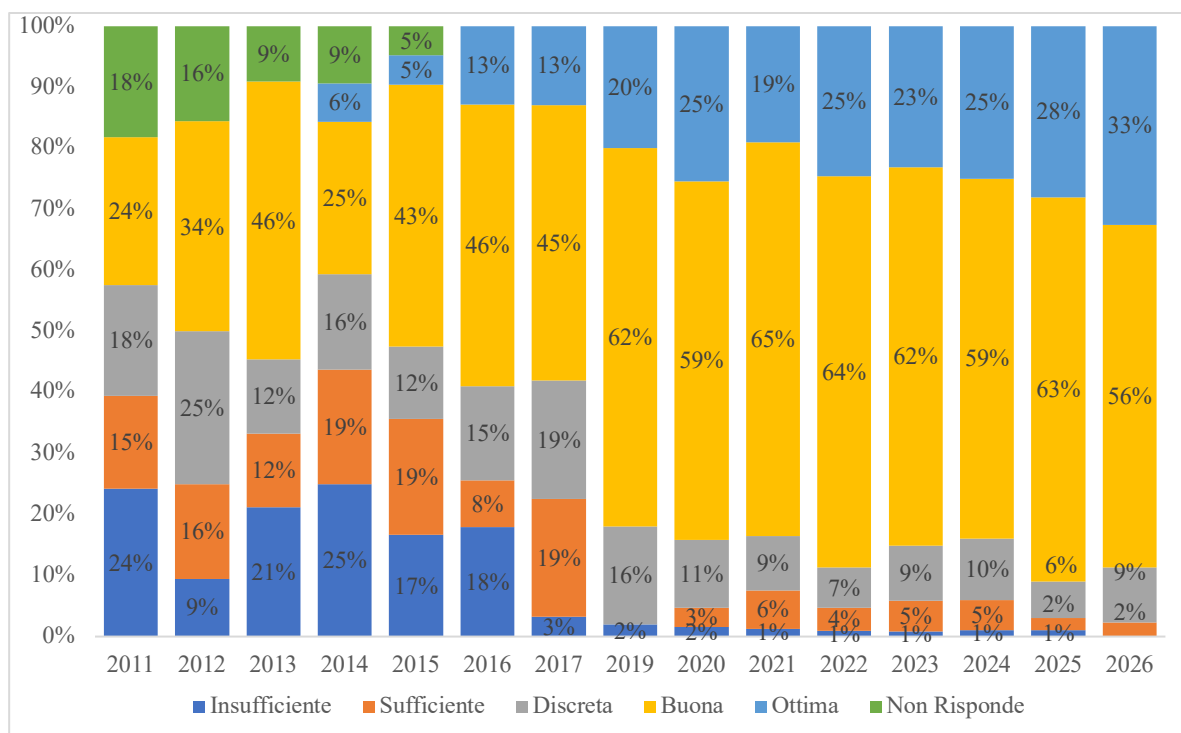
¹ Il Dodicesimo Report è disponibile per la consultazione, in lingua italiana e inglese, sul sito Itinerari Previdenziali: <https://www.itinerariprevidenziali.it/ricerca/investitori-istituzionali-report-2024/>

Assicurazione del settore Vita, rami I, IV e VI, prevalentemente di natura previdenziale, fondi aperti e PIP), tale rapporto aumenta al 47%.

1.2 Come ritiene la diversificazione degli investimenti?

Con riferimento alla domanda sul livello di *diversificazione degli investimenti* del patrimonio (*figura 1.2*), il **56%** degli intervistati la ritiene **“buona”** e il **33%** **“ottima”**, con un lieve incremento rispetto al 2025 quando era **“ottima”** per il 28% dei rispondenti; le valutazioni **“discreta”**, e **“sufficiente”** riguardano rispettivamente il 9% e il 2% dei rispondenti, mentre nessuno ha risposto **“insufficiente”**. I risultati sono particolarmente interessanti, grazie al lungo *track record* a disposizione: se infatti fino al 2016 c'è stata una quota di rispondenti che giudicava insufficiente la diversificazione dei propri investimenti (in media il 20% circa), a partire dal 2018 tale componente si è fatta praticamente residuale, fino ad azzerarsi nella presente indagine. In modo altrettanto chiaro e speculare è cresciuta considerevolmente nel tempo la percentuale di investitori che valutano molto positivamente la propria diversificazione: sommando infatti le risposte **“ottima”** e **“buona”** si arriva a sfiorare il 90% di giudizi positivi, sebbene in lieve calo rispetto al dato registrato lo scorso anno (89% rispetto al 91% del 2025).

Figura 1.2 – Come ritiene la diversificazione degli investimenti del patrimonio?²



1.3 La performance finanziaria ottenuta è soddisfacente?

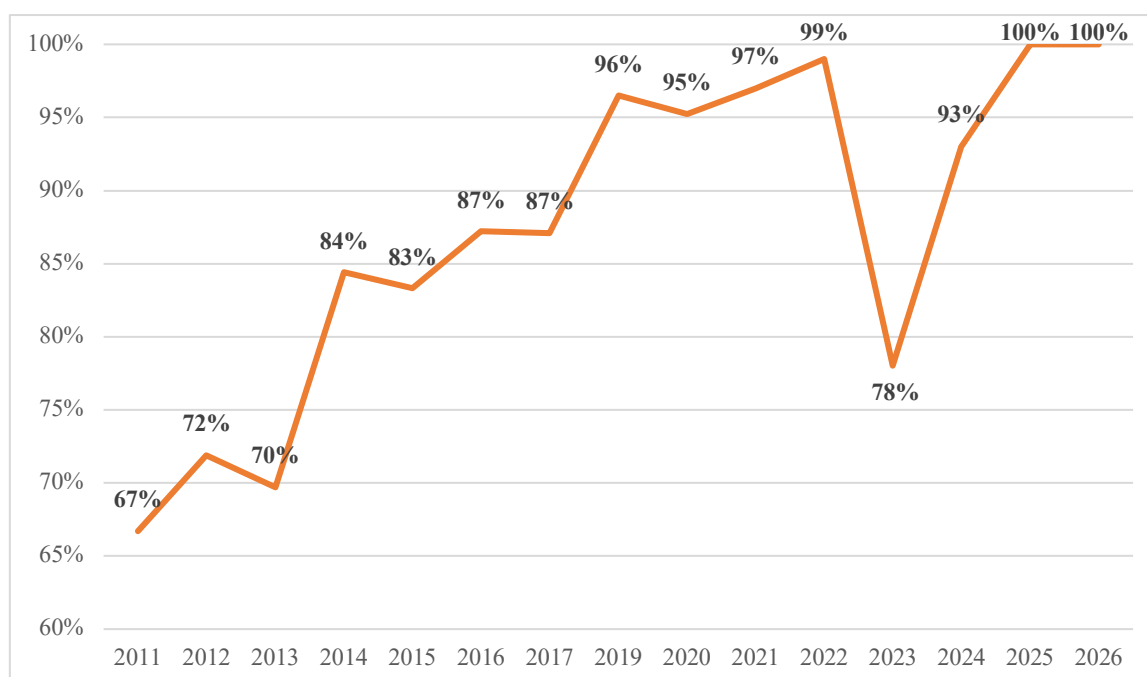
Proprio per questo è interessante analizzare *l'evoluzione del giudizio sulla soddisfazione relativa alla performance finanziaria*: dalla prima rilevazione del 2011, le opinioni degli investitori sono cambiate molto durante questi 15 anni, arrivando a essere positive addirittura per il 100% dei rispondenti nelle ultime due edizioni dell'indagine, con riferimento alle *performance* 2025 e 2024, segnando il valore più alto mai registrato dopo il già positivo 93% del 2024 e relativo alle performance 2023 che segnavano il recupero seguito al crollo del 2022. Anche quest'anno, infatti, tutti e 132 gli investitori hanno ritenuto soddisfacenti le *performance* finanziarie, a conferma di un anno positivo

² I dati relativi al 2018 non sono disponibili.

sui mercati favorito dal boom dell'intelligenza artificiale e dal consolidarsi del processo di disinflazione nonostante l'acuirsi delle frizioni commerciali e il persistere delle tensioni geopolitiche.

Confrontando i due grafici (*figura 1.2 e figura 1.3*) sembra effettivamente esserci una correlazione diretta tra i livelli di soddisfazione sulla **diversificazione e sulle performance** finanziarie che, nell'anno pandemico 2020, sono state entrambe in flessione. Il dato rilevato nel 2023 è emblematico di un 2022 chiuso in perdita per quasi la totalità delle gestioni, dai fondi pensione alle Fondazioni di origine Bancaria passando per le Compagnie di Assicurazione. Crisi energetica, uscita dalla pandemia, conflitto europeo, tassi alti e inflazione alta e duratura hanno contribuito ad abbattere drasticamente la curva in *figura 1.3*. In termini di *performance* il 2025 ha rappresentato il proseguimento della ripresa in termini di redditività iniziata nel 2023, ripianando in larga parte le ingenti perdite del 2022 consegnando dati in crescita.

Figura 1.3 – La performance finanziaria ottenuta è soddisfacente?
(nel grafico viene riportata la percentuale di risposte "Sì"³)



1.4 Nella definizione della propria politica di investimento, l'Ente adotta modelli ALM?

La soddisfazione per i livelli di diversificazione e per le *performance* ottenute è sintomo, inoltre, di come si siano progressivamente sempre più raffinate le tecniche di controllo del rischio connesse alle strategie di investimento, soprattutto tenendo conto dell'ottica di medio-lungo periodo che caratterizza gli investitori istituzionali. Nella definizione della propria politica di investimento, 83 rispondenti (63%) adotta modelli di ALM, tra cui 18 Casse di Previdenza su 19 e tutte le Compagnie di Assicurazione, oltre al 35,5% dei fondi negoziali, il 41% dei fondi preesistenti e il 61,5% delle Fondazioni di origine Bancaria. Tra questi 83 enti, inoltre, 79 (il 95%) dichiarano che la gestione è in linea con l'ALM, aspetto particolarmente importante per investitori di lungo periodo e nell'ottica del *Longevity Risk* che coinvolge gli enti previdenziali.

³ I dati relativi al 2018 non sono disponibili.

Tra quanti non applicano l'ALM, invece, il 16% (8 enti) è tuttavia intenzionato ad applicarla in futuro: un universo che inevitabilmente si restringe sempre più, di pari passo con l'ampliarsi della schiera di quanti già applicano tale modello, come evidenziato dal confronto con i risultati delle passate indagini (*figura 1.4b*).

Figura 1.4a – Nella definizione della propria politica di investimento, l'Ente adotta modelli di ALM?

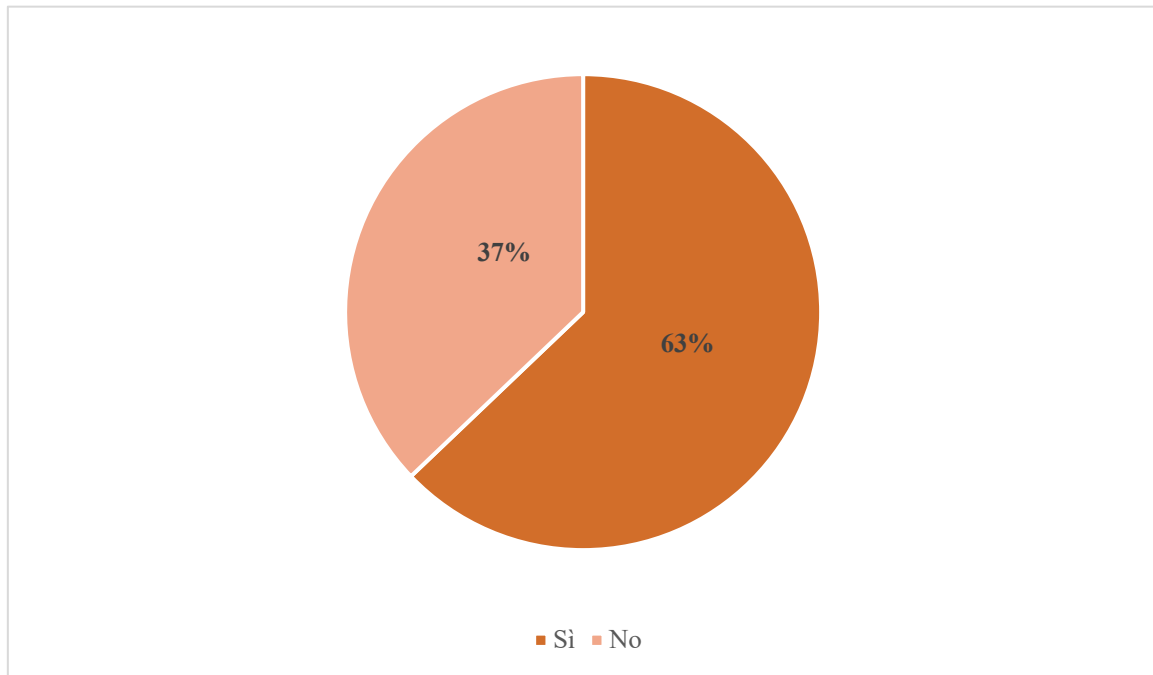


Figura 1.4b – Se non applicate modelli di ALM, intendete applicarli in futuro?



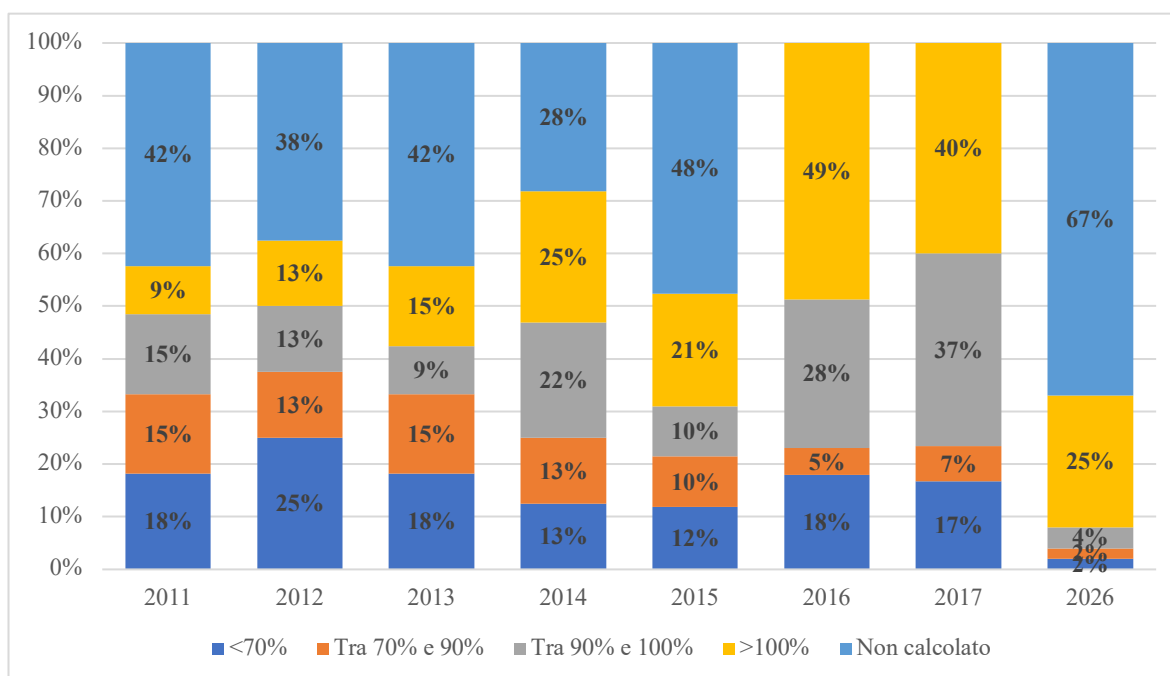
1.5 Qual è il valore del *funding ratio* del proprio Ente?

Un indicatore importante per valutare la sostenibilità finanziaria e guidare le decisioni di investimento nei modelli di ALM è il *funding ratio*, ossia il rapporto al tempo T tra il valore attualizzato delle attività e quello delle passività. In sintesi, misura la capacità di far fronte agli impegni futuri tramite il grado di copertura delle passività di un ente attraverso le sue attività o, per quanto riguarda gli enti previdenziali, il rapporto tra il valore attuale dei contributi aumentato del patrimonio e il valore attuale delle prestazioni.

A dispetto della rilevanza di tale valore per gli equilibri di bilancio nel medio e lungo periodo, 88 enti su 132 (il 67% del campione) dichiarano di non calcolare il *funding ratio*, mentre tra chi lo calcola il 75% (33 enti su 44) ha un valore superiore al 100%, 5 enti tra il 90% e il 100%, 3 tra il 70% e il 90% e 3 inferiore al 70%.

Dei 44 enti che calcolano tale rapporto, il 68% sono Casse di Previdenza e Compagnie di Assicurazioni (ossia un totale di 30 soggetti, suddivisi equamente tra le due tipologie di investitori). Tra le 15 Casse di Previdenza, 11 (il 73%) dichiarano un valore superiore al 100% e solo 1 inferiore al 70%, evidenziando una buona sostenibilità finanziaria nonostante il trend che vede un generale invecchiamento degli iscritti. Anche tra le 15 Compagnie di Assicurazione, il 73% dichiara un valore superiore al 100% e solo in 2 inferiore al 70%. Entrambi i fondi pensione negoziali che hanno risposto e 2 fondi preesistenti su 4 riportano un rapporto superiore al 100%, così come 7 su 8 fondazioni bancarie.

Figura 1.5 – Qual è il valore del *funding ratio* del proprio ente? (risposte 2011-2026)



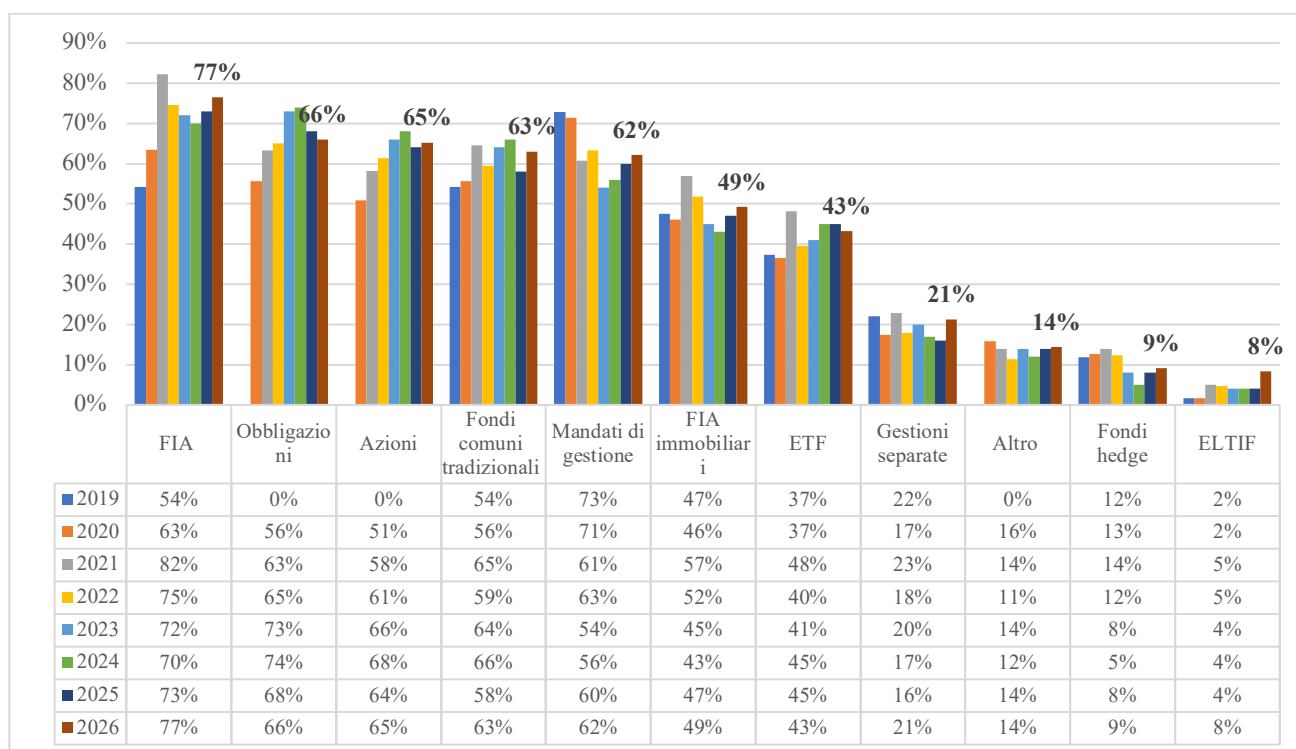
1.6 In quali strumenti investe attualmente l'Ente?

Oltre a raccogliere le valutazioni sui livelli di diversificazione, sulla sostenibilità finanziaria e sulla soddisfazione per le *performance* finanziarie ottenute, la presente indagine analizza anche le scelte di investimento e in particolare **le tipologie di strumenti finanziari attualmente utilizzati** dai rispondenti per investire nelle differenti *asset class*. Con la premessa che si tratta di risposte multiple, quindi di

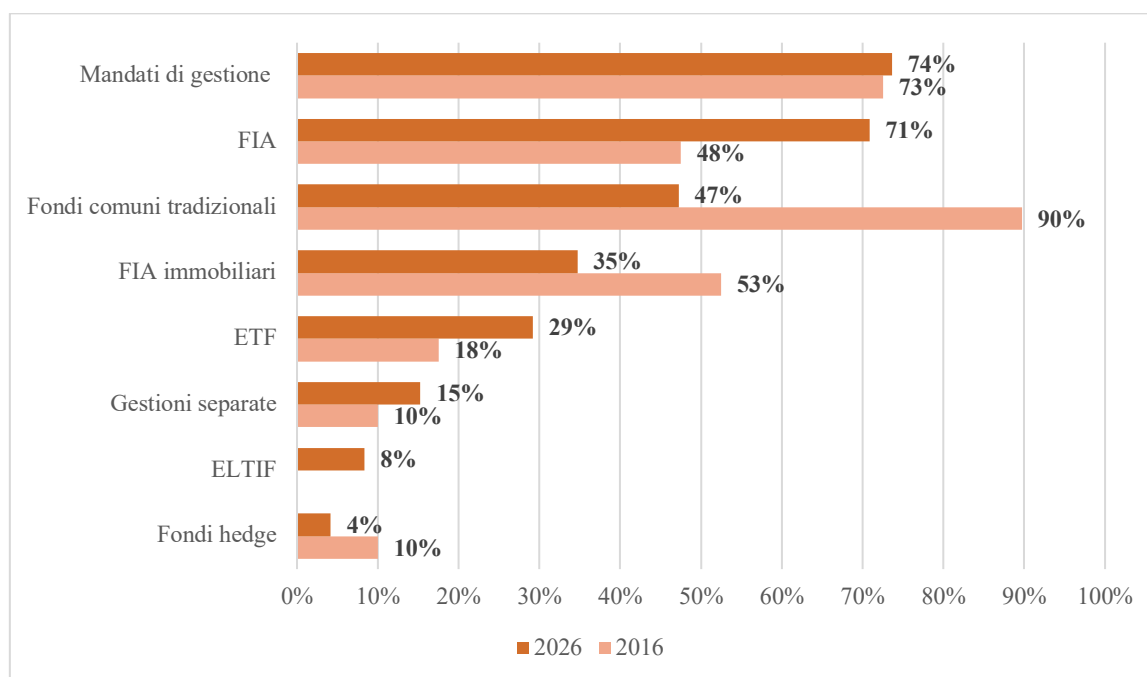
espressioni di tendenza sulle preferenze negli investimenti, nel 2026 i FIA (*private equity, debt, venture capital...*) si confermano al primo posto come strumento di investimento più utilizzato con il 77% delle preferenze, in aumento dal 73% dell'anno precedente, e le obbligazioni al secondo (66% delle preferenze), in discesa per il secondo anno consecutivo dopo il picco del 74% toccato nel 2024 in scia al repentino rialzo dei tassi di interesse seguito all'impennata dell'inflazione nel 2022. Stabile sul gradino più basso del podio lo strumento delle **azioni**, con il 65% delle preferenze (64% nel 2025), seguite dai **fondi comuni tradizionali**, che salgono dal 58% del 2025 al 63% superando i **mandati di gestione**, anch'essi in rialzo dal 60% al 62%. In crescita per il secondo anno consecutivo i **FIA immobiliari** al 49%, mentre gli **ETF** scendono al 43% dal 45%. Nelle ultime posizioni **gestione separate, fondi hedge e ELTIF**, oltre un 14% che indica "Altro" come certificati, investimenti diretti in immobili, polizze e veicoli dedicati.

Osservando il confronto con le risposte fornite negli anni precedenti, si evidenzia la conferma di una ripresa dei *FIA dopo la progressiva riduzione registrata tra il 2021 e il 2024 la stabilizzazione sia di azioni che di obbligazioni dopo i picchi toccati nel 2024*. Tornano a crescere i **fondi comuni tradizionali** e si consolida la **ripresa dei mandati di gestione**, suggerendo probabilmente una predilezione per la gestione attiva in un contesto volatile di mercato come quello degli ultimi anni. La **figura 1.6a** mostra invece un confronto nella composizione dei portafogli istituzionali (considerando solo Casse di Previdenza e fondi pensione) tra il 2016 e il 2026: in particolare, emerge l'incremento del peso dei FIA, passati dal 48% dei rispondenti al 71%, al netto della componente immobiliare, che invece diminuisce dal 53% al 35% per effetto di un progressivo disinvestimento nel *real estate* complice anche l'esposizione rilevante che storicamente aveva all'interno dei portafogli degli enti previdenziali soprattutto prima della privatizzazione delle Casse di Previdenza. Da segnalare la contemporanea discesa dei fondi comuni tradizionali dal 90% al 47% e il deciso balzo in avanti per gli ETF dal 18% al 29% mentre rimangono sostanzialmente stabili al 74% i mandati di gestione (da 73%). Infine, i fondi *hedge* si riducono dal 10% al 4%.

Figura 1.6a – In quali strumenti investe attualmente l'Ente?



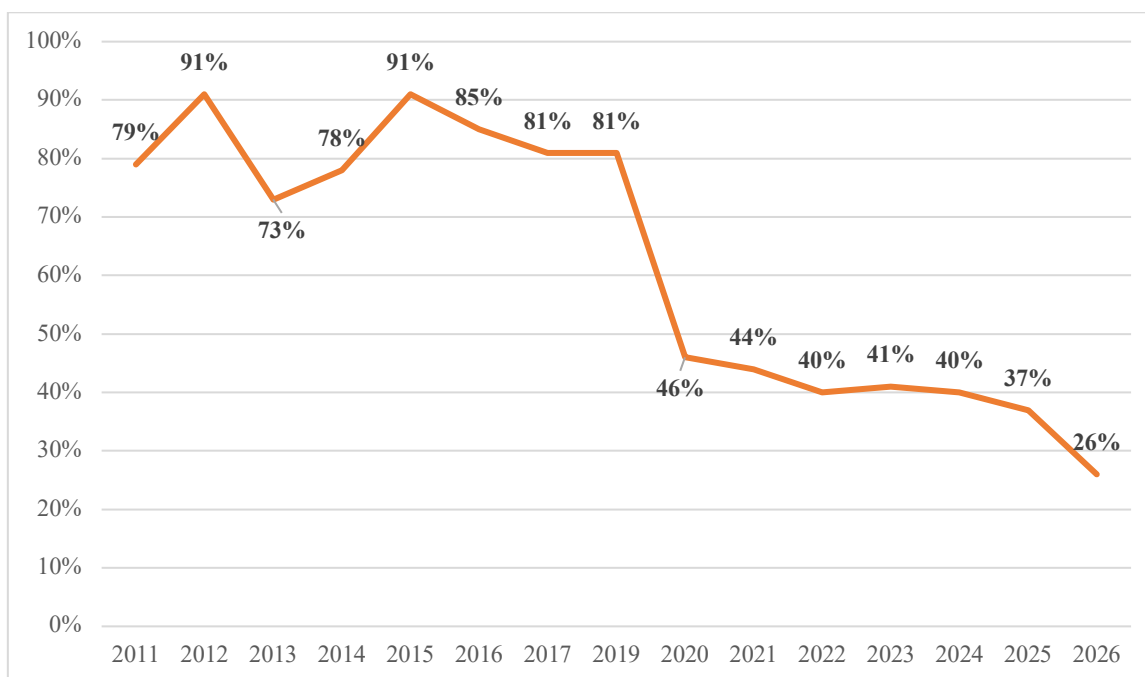
**Figura 1.6b – In quali strumenti investe attualmente l’Ente?
(confronto 2016-2026 Casse di Previdenza e fondi pensione)**



1.7 Pensa che l’*asset allocation* dovrà essere rivista nel breve termine?

In linea con gli anni precedenti, e proseguendo il trend di discesa rispetto agli inizi dell’indagine, gli investitori istituzionali che ritengono sia necessaria una revisione dell’*asset allocation* nel breve termine si attesta al 26% (37% nel 2025), contro il 74% di chi non la ritiene necessaria, a conferma dei livelli di soddisfazione emersi in merito alle *performance* finanziarie e ai livelli di diversificazione degli investimenti. Nonostante un contesto di perdurante incertezza sui mercati, tale indicazione rileva infatti come nel tempo i portafogli degli investitori istituzionali siano sempre più costruiti in modo efficiente ma comunque pronti ad aggiustamenti in presenza di eventi che da un lato possono incidere negativamente, ma dall’altro rappresentano delle opportunità. L’ottica di lungo periodo, inoltre, consente di poter sopportare fasi di volatilità dei mercati nel breve.

Figura 1.7 – Pensate che l'asset allocation dovrà essere rivista nel breve termine?⁴

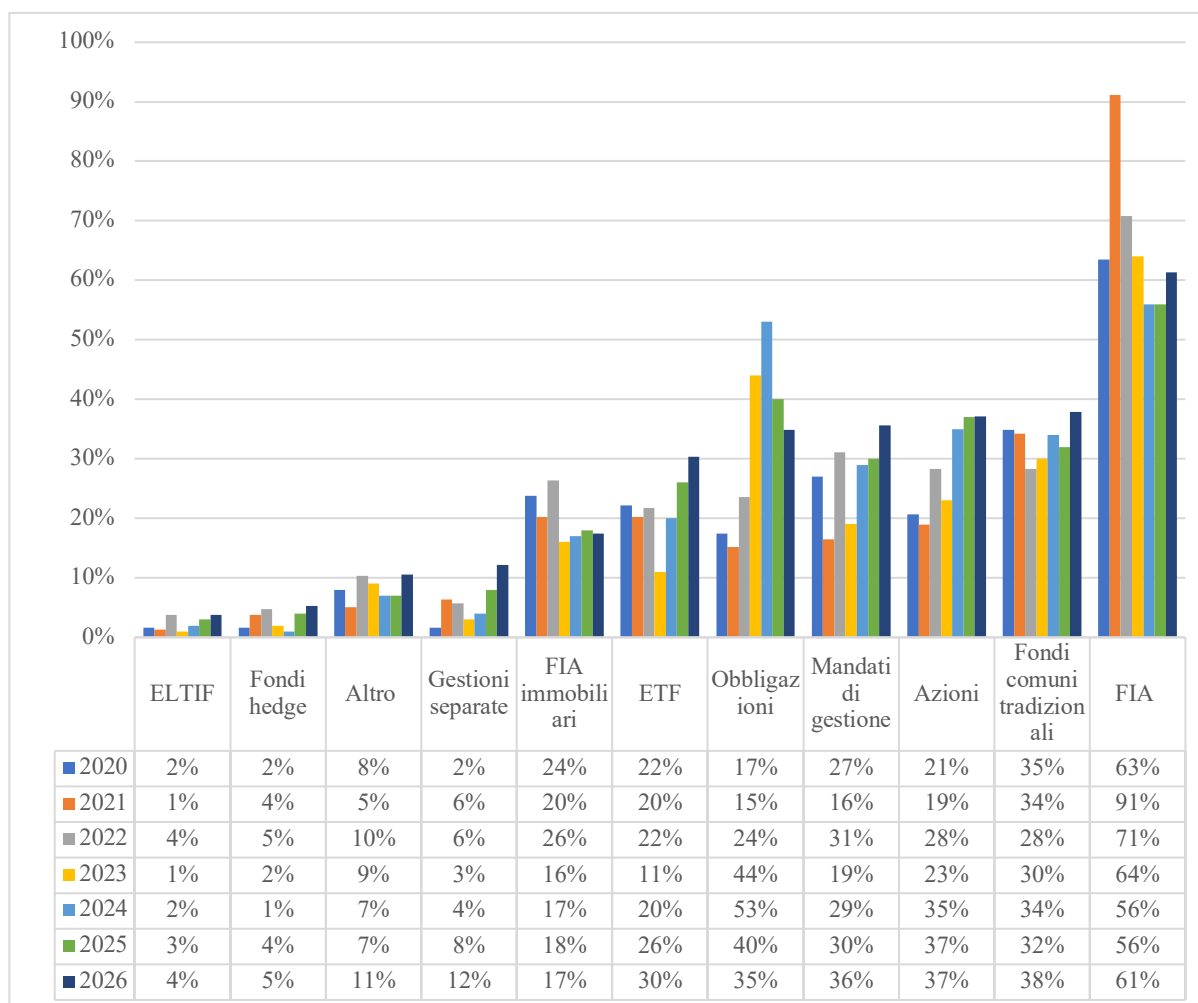


1.8 In quali strumenti l'Ente si propone di investire (o di aumentare l'esposizione) nel prossimo futuro?

Rivolgendo lo sguardo al futuro, come già rilevato nelle precedenti indagini, *l'intenzione di investire e/o di aumentare il peso in portafoglio ricade in primo luogo sui FIA, con il 61% dei rispondenti che dichiara che ricorrerà in futuro a questi strumenti, tornando a crescere dopo la costante discesa iniziata dal picco del 2021 (era il 56% nel 2025 e nel 2024, il 64% nel 2023, il 71% nel 2022 e il 91% nel 2021)*. Dall'indagine, emerge inoltre la volontà di aumentare il peso dei fondi comuni tradizionali (38%), in aumento rispetto allo scorso anno e salendo al secondo posto, seguiti dalle azioni (37%). Le obbligazioni (35%) scendono dal secondo posto del 2025 al quinto posto, superate anche dai mandati di gestione (36%), dopo il citato incremento dei bond negli anni precedenti grazie al ritorno di rendimenti interessanti.

⁴ I dati relativi al 2018 non sono disponibili.

Figura 1.8 – In quali strumenti l’Ente si propone di investire (o di aumentare l’esposizione) nel prossimo futuro?



1.9 L’Ente detiene in portafoglio strumenti destinati all’investimento in economia reale italiana? Se sì, in quale percentuale del patrimonio?

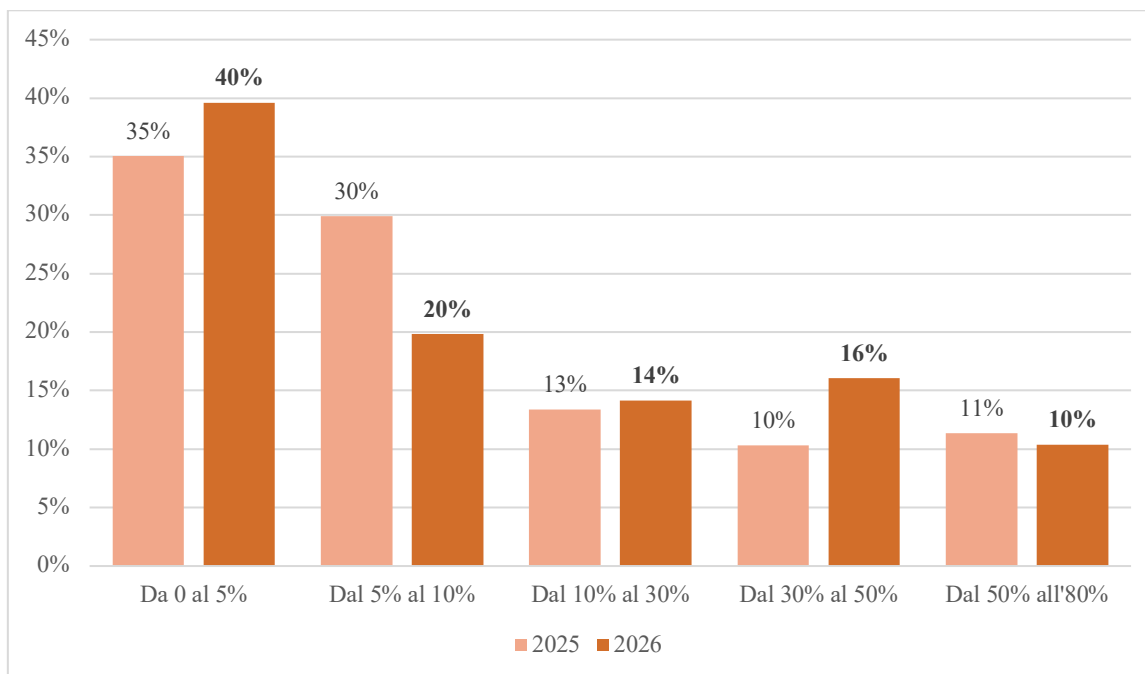
Anche nel questionario di quest’anno sono state inserite quattro domande volte a indagare gli investimenti in economia reale degli investitori istituzionali, ambito che, nonostante i progressi degli ultimi anni, presenta ancora ampi margini di miglioramento. Alla domanda “l’ente detiene in portafoglio strumenti destinati all’investimento in economia reale italiana?” l’82% del campione (108 enti) risponde “sì”, in aumento dal 75% dello scorso anno e includendo tutte le Casse di Previdenza e tutte le Fondazioni di origine Bancaria, e il 18% (24 enti) “no”, tra cui la maggior parte (il 79%) è rappresentata da fondi pensione negoziali e preesistenti.

Approfondendo l’analisi, è stato chiesto a chi investe in strumenti dedicati al finanziamento dell’economia reale in che percentuale del patrimonio, da cui è emerso che anche tra coloro che investono in economia reale lo fanno nella maggioranza dei casi con quote ridotte del patrimonio. Dei 108 che hanno risposto “sì” alla domanda precedente, il 60% investe una quota inferiore al 10% del patrimonio e solo il 10% una quota superiore al 50%. In linea a quanto emerge dal Report sugli Investitori istituzionali⁵, la tipologia di ente che investe maggiormente in economia reale sono le

⁵ Il Dodicesimo Report è disponibile per la consultazione, in lingua italiana e inglese, sul sito Itinerari Previdenziali: <https://www.itinerariprevidenziali.it/ricerca/investitori-istituzionali-report-2024/>

Fondazioni di origine Bancaria (anche grazie alla rilevanza delle partecipazioni nelle banche conferitarie): del 26% di rispondenti che investono oltre il 30% del patrimonio in economia reale, il 68% sono Fondazioni di origine Bancaria, il 21% Casse di Previdenza e l'11% Compagnie di Assicurazione, mentre non figurano né fondi pensione negoziali né preesistenti.

Figura 1.9 - Percentuale di investimenti in economia reale sul totale patrimonio

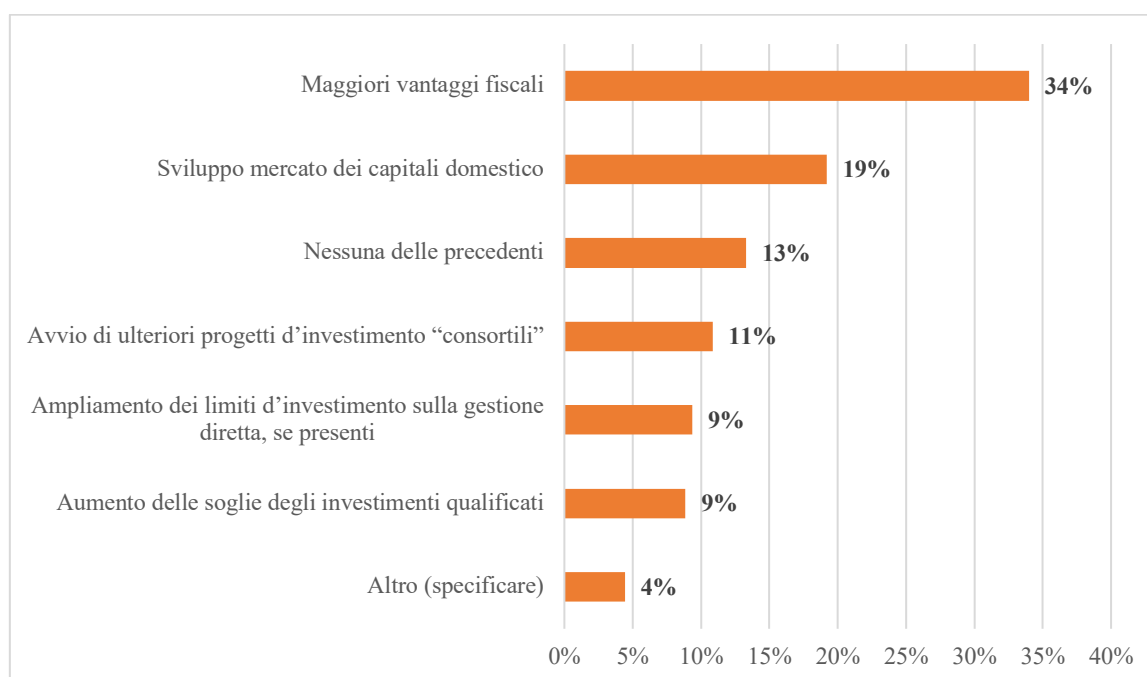


1.10 Quali misure per aumentare l'esposizione in economia reale?

I motivi dietro tali risultati sono molteplici, a cominciare dalla necessità di diversificazione del rischio dei propri portafogli che sconsiglia una sovraesposizione a un singolo Paese. Ma c'è di più: soprattutto dall'avvento del nuovo millennio, l'Italia è stata penalizzata da un periodo di bassa crescita economica e stagnazione della produttività che hanno sfavorito gli investimenti nel nostro Paese, oltre a una cronica sottodimensione del nostro mercato dei capitali.

Anche grazie alla crescita registrata negli ultimi anni, i patrimoni degli investitori istituzionali rappresentano un *asset* strategico per sostenere lo sviluppo del Paese, con riflessi positivi sull'economia e sul mercato del lavoro italiano a beneficio, in ultima analisi, anche dei propri iscritti. Si è voluto indagare, quindi, quali misure potrebbero contribuire a far aumentare l'esposizione in economia reale da parte degli investitori istituzionali: anche quest'anno al primo posto delle preferenze è stato indicato **“maggiori vantaggi fiscali”** (34%), ad esempio sul modello dei PIR, seguiti da **“sviluppo del mercato dei capitali domestico”** (19%). Il 13% ritiene che nessuna delle misure proposte aumenterebbe l'esposizione all'economia reale, mentre l'**“avvio di ulteriori progetti d'investimento consortili”**, sull'onda dei mandati in *private asset* sottoscritti da diversi fondi negoziali (Progetto Zefiro, Progetto Iride, Progetto Vesta), raccoglie l'11% delle preferenze. Raccolgono un 9% di preferenze ciascuna le risposte **“ampliamento dei limiti d'investimento sulla gestione diretta”** e l'**“aumento delle soglie degli investimenti qualificati”**.

Figura 1.10 - L'Ente ritiene che aumenterebbe l'esposizione in economia reale, se si presentassero una o più delle seguenti misure?



1.11 Qual è il numero di gestori a cui affidate il vostro patrimonio?

Dopo una prima parte della *survey* finalizzata a indagare alcune caratteristiche generali degli investitori istituzionali (la loro dimensione patrimoniale, gli strumenti di investimento utilizzati, le modalità di gestione e il livello di soddisfazione per le *performance* finanziarie), la seconda parte è dedicata al rapporto e alle relazioni con le fabbriche prodotte e i gestori dei propri patrimoni, nonché con gli *advisor*.

In primo luogo, è stato chiesto agli investitori il numero di gestori a cui viene affidato il proprio patrimonio e, come emergeva anche dalle passate indagini, prevale la tendenza ad affidarsi a un numero limitato di controparti: 86 enti su 132 (il 65%) si affida a meno di 10 gestori, il 24% tra 10 e 50, il 10% tra 50 e 100 e solo 1 rispondente ricorre a oltre 100 gestori. Per quanto riguarda la dimensione dei rispondenti, interessante notare che chi ha risposto "meno di 10" si divide equamente tra chi ha meno di 1 miliardo di patrimonio (il 49%) e chi sopra (51%), mentre tutti coloro che si affidano a oltre 50 gestori hanno oltre un 1 miliardo di patrimonio di cui il 79% (11 enti) oltre 2 miliardi.

A livello di singole categorie di investitori, tra i fondi negoziali il 68% si affidano a meno di 10 gestori e il 32% a meno di 50 e tra i fondi preesistenti il 77% indica meno di 10 gestori e il 18% tra 10 e 50, mentre solo 1 risponde tra 50 e 100. Risultati analoghi per le Fondazioni di origine Bancaria, tra cui il 67% risponde meno di 10, il 20% tra 10 e 50 e il 13% tra 10 e 100, mentre tra le Casse di Previdenza solo in tre (il 16%) si affidano a meno di 10 gestori e le restanti 16 si dividono equamente tra chi ricorre a meno e chi oltre i 50 gestori. Infine, tra le Compagnie di Assicurazione la quasi totalità (19 su 21) risponde meno di 10 gestori e solo in 2 tra 10 e 50.

Figura 1.11a – Qual è il numero di gestori a cui affidate il vostro patrimonio?

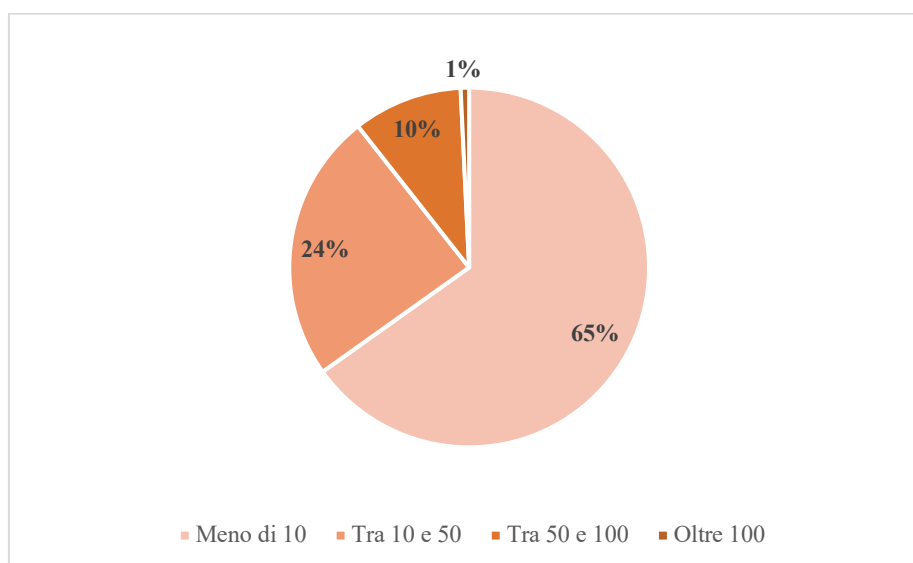
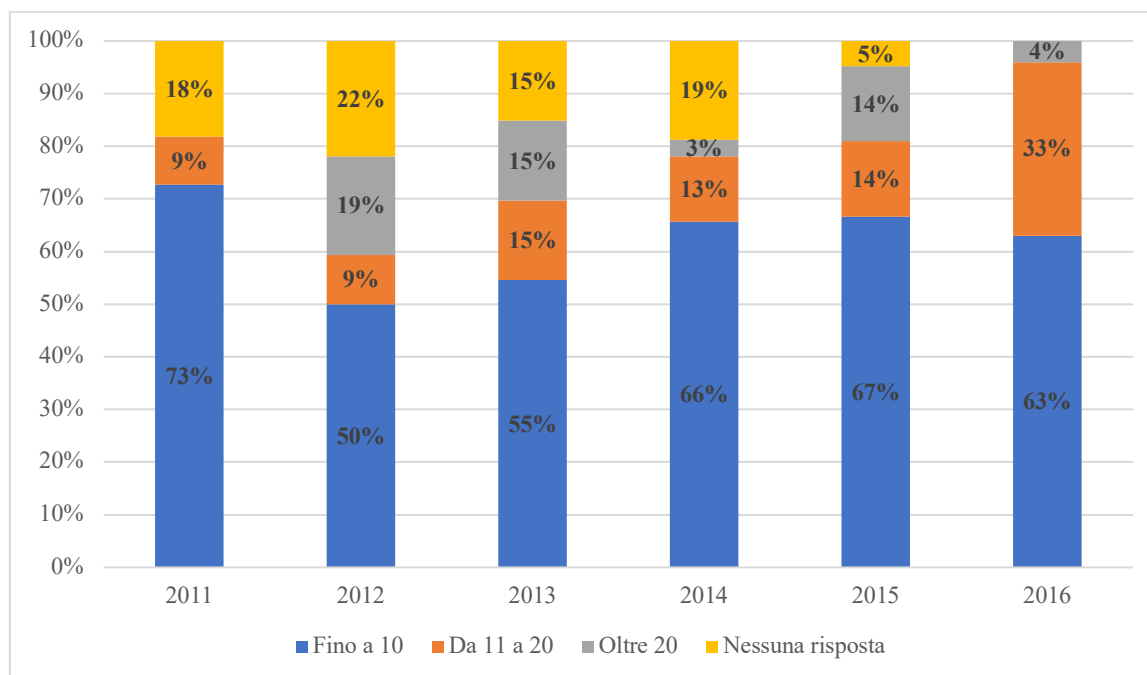


Figura 1.11b – Qual è il numero di gestori a cui affidate il vostro patrimonio? (risposte 2011-2016)



1.12 La relazione con i gestori è...?

Approfondendo l'analisi delle relazioni tra domanda (gli investitori) e offerta (le fabbriche prodotte), emerge un quadro ampiamente positivo nei giudizi sui rapporti con i gestori e migliore di quanto questi ultimi giudichino le relazioni con gli investitori (come vedremo nella seconda sezione dell'indagine): nessuno tra gli enti rispondenti lamenta relazioni "insufficienti" con i gestori e solo il 2% le ritiene "sufficienti"; per contro, il 59% risponde "buone" e il 27% "ottime".

Tra le singole categorie di investitore, nessuna Compagnia di Assicurazione o Cassa di Previdenza giudica "insufficienti" o "sufficienti" le relazioni con i gestori, mentre le risposte "buone" o "ottime" raccolgono rispettivamente l'86% (tra cui il 48% ottime) e il 95% delle preferenze. Il 3% delle Fondazioni di origine Bancaria valuta i rapporti "sufficienti", il 64% "buone" e il 13% "ottime",

mentre tra i fondi negoziali sono il 3% a giudicarle “sufficienti”, il 71% “buone” e il 23% “ottime”. Infine, tra i fondi preesistenti il 5% risponde “sufficienti”, il 50% “buone” e il 32% “ottime”.

Figura 1.12a – La relazione con i gestori è...?

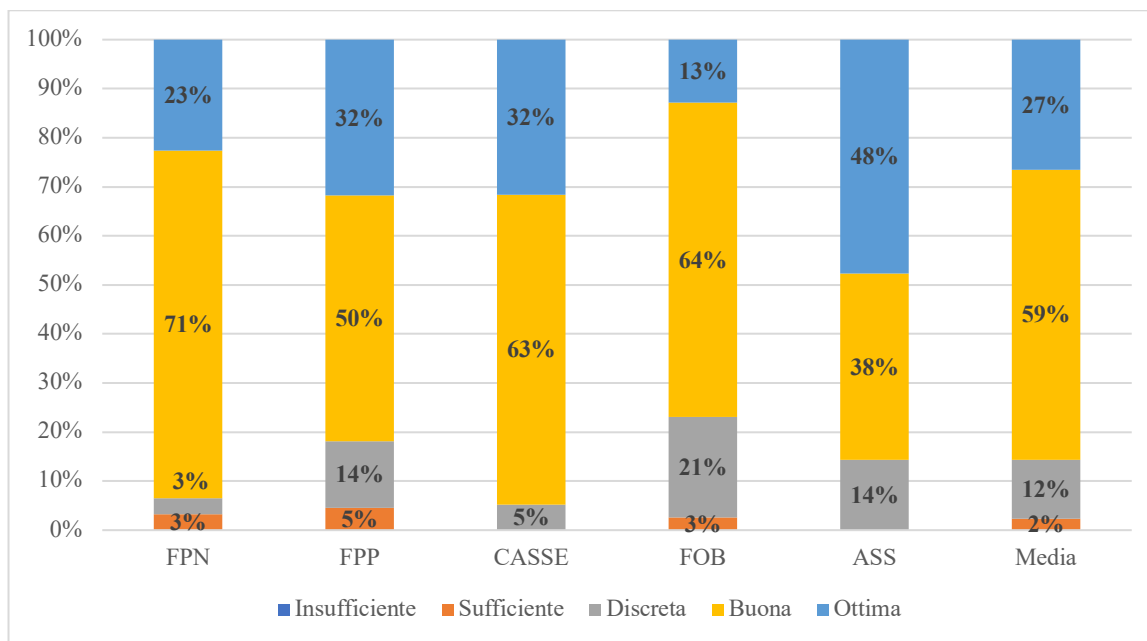
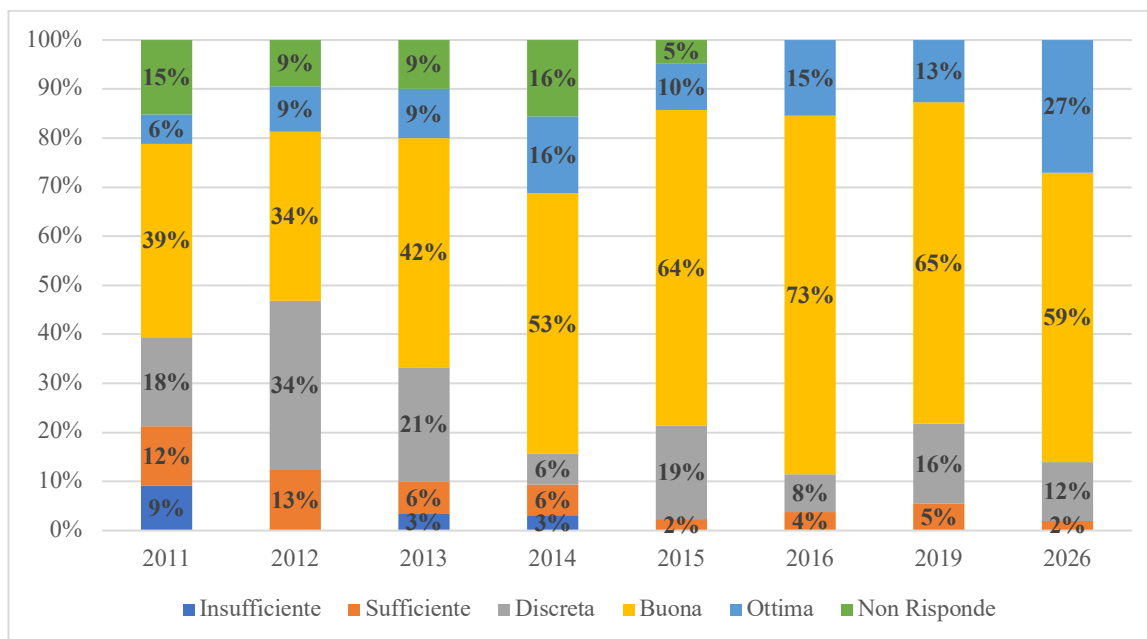


Figura 1.12b – La relazione con i gestori è...? (Risposte 2011-2026)



1.13 La performance offerta dalle fabbriche prodotto sulle masse in gestione è...?

Visti i giudizi ampiamente positivi sulle relazioni con i gestori, non sorprende il livello di soddisfazione circa le proposte del mercato: ben 130 enti su 132 ritengono soddisfacenti le proposte dei gestori in rapporto alle proprie esigenze, sintomo di un’offerta adeguata alle peculiarità degli investitori istituzionali. Le fabbriche prodotto hanno infatti maturato quella sensibilità che soddisfa gli investitori in fase di proposta, affiancamento e attuazione delle strategie concordate, mentre i responsabili di enti e fondi hanno ormai completato il processo di allineamento al mercato, di maturazione e quelle logiche compatibili con la propria *mission* istituzionale.

L'ultimo approfondimento dedicato al giudizio di enti e fondi nei confronti dei gestori concerne la *performance* offerta, da confrontare con il quesito precedente inerente a una valutazione sui risultati complessivamente ottenuti. Nel primo caso, la totalità dei rispondenti si è detta soddisfatta della *performance* finanziaria registrata, frutto del buon lavoro svolto in fase di *asset allocation* e selezione dei gestori. In questo caso, invece, i giudizi appaiono leggermente più eterogenei, sebbene nel complesso comunque positivi: nessuno, infatti, giudica "insufficienti" la *performance* offerta dalle fabbriche prodotte e solo l'8% le valuta "sufficienti", mentre i giudizi "buona" più "ottima" raccolgono il 70% delle preferenze. Risultati che evidenziano un quadro in miglioramento rispetto alle precedenti indagini, proseguendo la riduzione dei giudizi negativi in favore di quelli positivi, sintomo di un sempre maggiore allineamento tra domanda e offerta.

Figura 1.13a – La performance offerta è...?

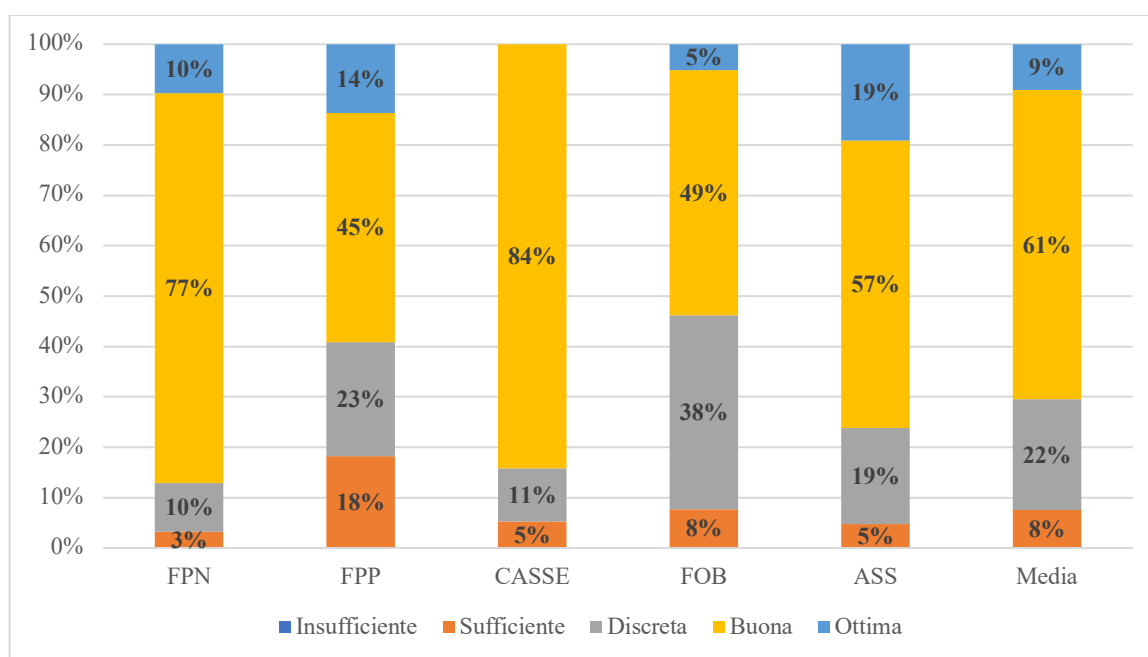
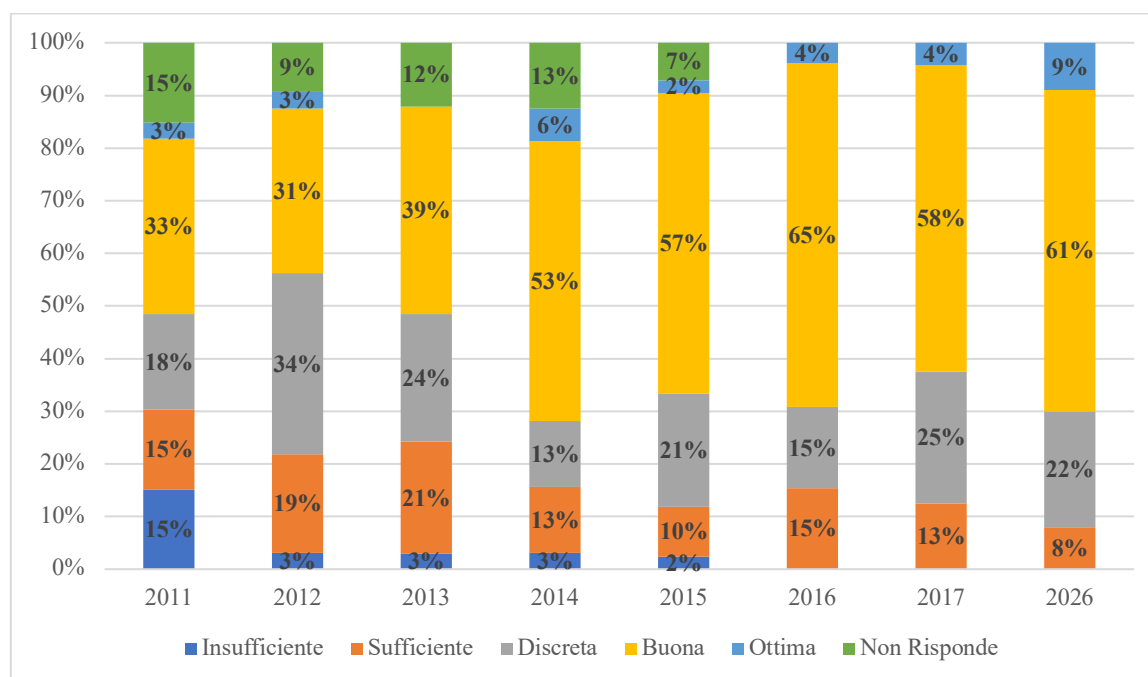


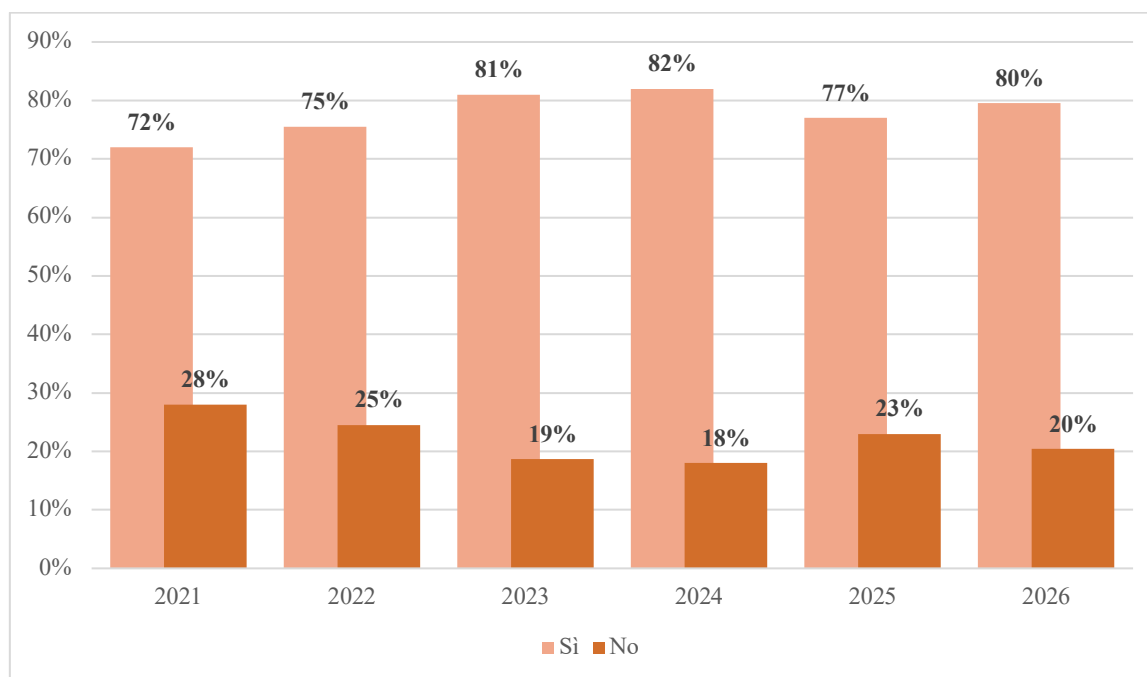
Figura 1.13b – La performance offerta è...? (Risposte 2011-2026)



1.14 Vi avvalete per la vostra attività di *asset allocation* e selezione dei gestori di un *advisor* esterno?

Infine, l'ultima parte del questionario è volta a indagare il ricorso da parte degli investitori alla funzione dell'*advisor* finanziario. In aumento nel 2026 l'80% dei rispondenti - ovvero 105 investitori su 132 - si avvale di almeno un *advisor* finanziario, ma prosegue la tendenza a rivolgersi a più soggetti differenziando i contratti di consulenza per tipologia di servizio esternalizzato (rischio, *asset allocation strategica*, *advisor ESG*, *advisor immobiliare*, etc). Tra gli *advisor* maggiormente citati nelle risposte figurano in ordine: Prometeia Advisor SIM (49%), LCG Advisory (10%) e Mangusta Risk (9%).

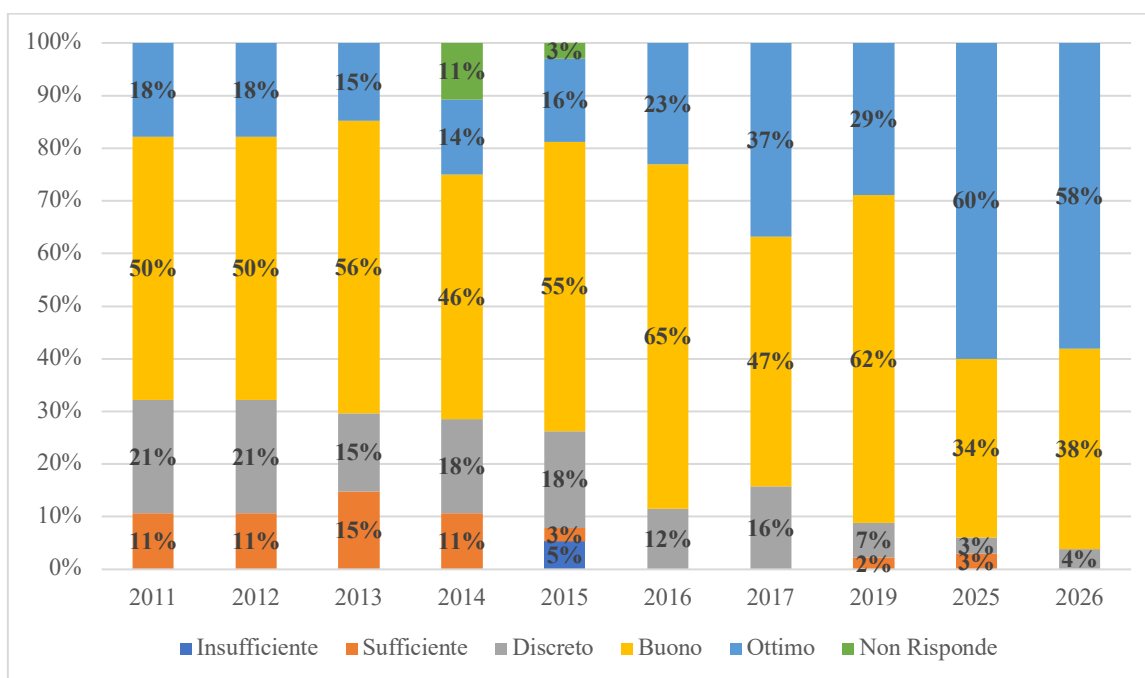
Figura 1.14 – Vi avvalete di uno o più *advisor*?



1.15 Com'è la relazione con l'*advisor*?

Gli investitori si avvalgono del supporto di *advisor* nelle attività di *asset allocation*, selezione dei gestori e, più in generale, in tutte le questioni strategiche che attengono alla parte di investimenti di un ente. Si è voluto poi indagare le relazioni che intercorrono con questi soggetti, intese come una sorta di valutazione sui livelli di soddisfazione per l'attività svolta. Ciò che emerge sono giudizi ampiamente positivi, con il 58% dei rispondenti che si avvalgono di un *advisor* che dichiarano relazioni "ottime" e il 38% "buone", mentre nessuno le ritiene "sufficienti" o "insufficienti".

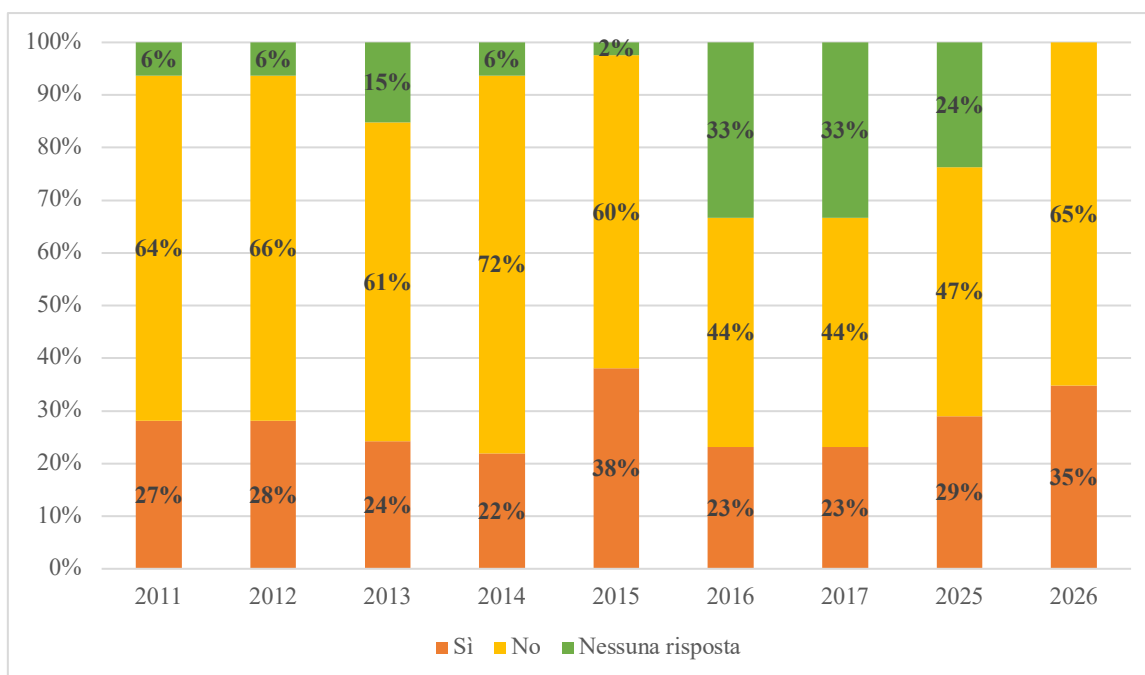
Figura 1.15 – Com'è la relazione con l'advisor?



1.16 Vi avvalete di un *risk manager* esterno diverso dall'advisor?

Da ultimo, si è voluto indagare il numero di investitori che si avvalgono di un *risk manager* esterno diverso dall'advisor, cui sono demandate le funzioni di controllo degli obiettivi rischio/rendimento e quelle relative al "budget di rischio", solo il 35% si avvale di tale figura evidenziando come, in linea a quanto emergeva dalle precedenti indagini, tali funzioni restino per lo più svolte internamente o affidate allo stesso *advisor* che gestisce anche il controllo del rischio e fornisce consulenza sull'*asset allocation*.

Figura 1.16– Vi avvalete di un *risk manager* esterno diverso dall'advisor?



2. La relazione dei gestori con gli investitori istituzionali

2.1 Il campione di riferimento

Dopo aver indagato la domanda (gli investitori), la seconda parte dell'indagine è rivolta all'offerta (le fabbriche prodotte). Il campione di riferimento è composto da SGR, *asset manager* e, più in generale, da tutti quei soggetti che offrono prodotti di investimento agli investitori istituzionali italiani, per **un totale di 106 rispondenti** alla *survey* di cui il 35% sono società italiane e il 65% estere. A livello dimensionale, il 16% ha un patrimonio in gestione (*asset under management*) inferiore a 1 miliardo di euro, il 23% tra 1 e 10 miliardi, il 27% tra 10 e 100 miliardi, il 24,5% tra 100 e 1.000 miliardi e l'8,5% oltre 1.000 miliardi, con un valore mediano di 22 miliardi (valori riferiti a fine 2025).

2.2 Quali strumenti offrite al mercato?

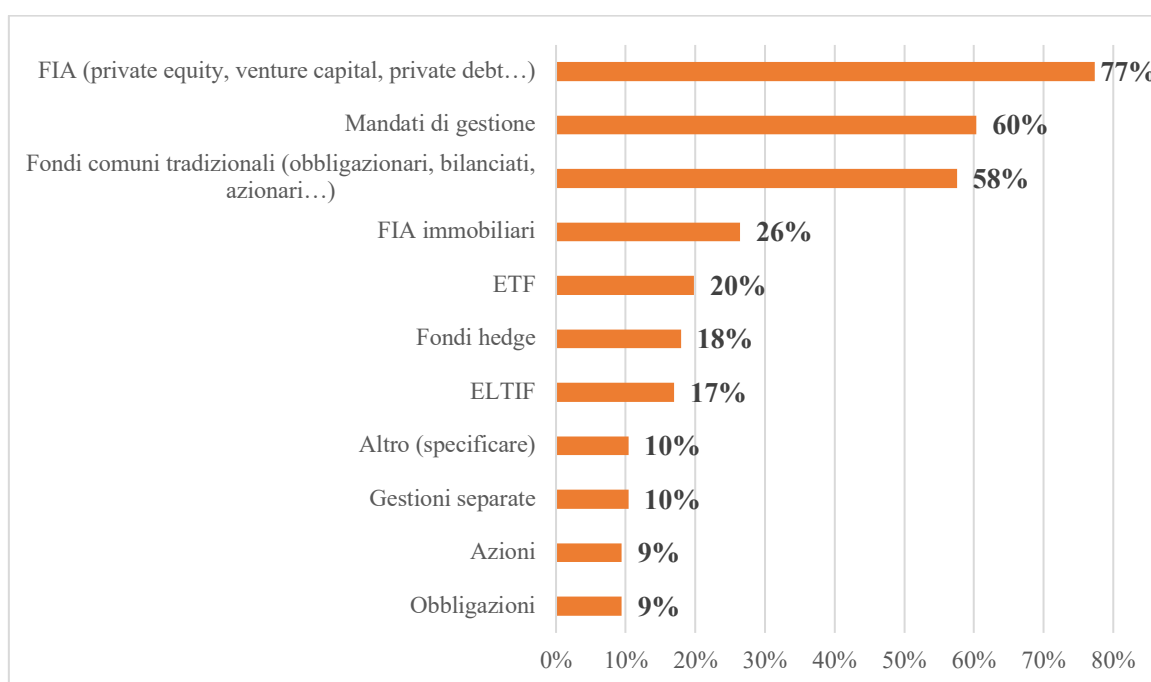
Per quanto riguarda la tipologia di prodotti offerti al mercato, **la crescita del patrimonio degli investitori istituzionali italiani ha comportato una maggiore diversificazione dei loro portafogli** in termini di *asset class*, con un progressivo aumento della componente illiquida a fianco dei tradizionali strumenti liquidi come azioni, obbligazioni e fondi comuni di investimento. Non solo, le turbolenze dei mercati finanziari degli ultimi anni, con il susseguirsi di numerose crisi improvvise e inaspettate, hanno evidenziato ancor di più l'esigenza di aumentare l'esposizione verso fonti di rendimento non correlate tra loro, anche in un'ottica di generare *alpha*.

In particolare, come detto il patrimonio degli investitori che operano nel welfare contrattuale (fondi pensione negoziali, preesistenti e fondi sanitari integrativi), Casse privatizzate dei liberi professionisti e Fondazioni di origine Bancaria, è aumentato a fine 2024 a 315,93 miliardi di euro dai 295,97 del 2023. Se a questi si aggiungono i 714,22 miliardi dei soggetti operanti nel welfare privato (fondi pensione Aperti, PIP e Compagnie di Assicurazione relativamente al ramo Vita), il patrimonio totale a fine 2024 raggiunge i 1.030,14 miliardi⁶, senza contare l'apporto dei *Family Office* di cui però non si dispone di dati.

Tale maggiore diversificazione degli attivi dal lato della domanda si riflette in una maggiore differenziazione di strumenti dal lato dell'offerta: **il 77% dei rispondenti alla survey propone fondi di investimento alternativi (FIA)** come fondi di *private equity*, *private debt* e *venture capital*, a cui si aggiunge un **26% di FIA immobiliari** e un **17% di ELTIF**. Segue un **60% che risponde mandati di gestione**, anch'essi protagonisti di un'evoluzione che ha visto affiancare ai tradizionali mandati azionari, obbligazionari e bilanci anche soluzioni *multi-asset* e mandati alternativi. Il tutto senza dimenticare la parte di strumenti liquidi tradizionali come OICR (58%), ETF (20%), azioni (9%) e obbligazioni (9%).

⁶ Il Dodicesimo Report è disponibile per la consultazione, in lingua italiana e inglese, sul sito Itinerari Previdenziali: <https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/biblioteca/pubblicazioni/undicesimo-report-sugli-investitori-istituzionali-italiani.html>

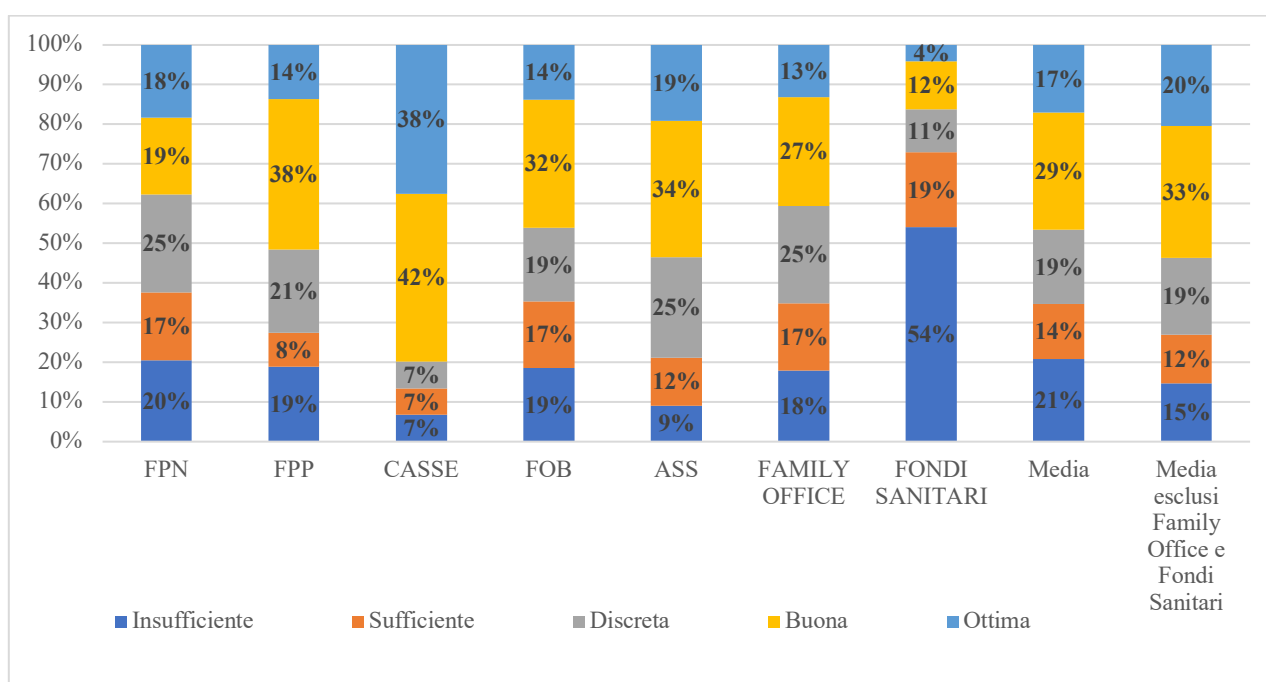
Figura 2.1 - Gli strumenti offerti al mercato



2.3 Come valutereste la vostra relazione con gli investitori?

Come è facilmente intuibile, un altro aspetto connesso alla crescita dei patrimoni istituzionali riguarda la maggiore attrattività che questi rappresentano dal lato dell'offerta, alimentando altresì il numero di operatori e la competizione tra le fabbriche prodotte. Ciò può rappresentare un fattore di complessità nelle relazioni con questi enti, sia per l'elevata concorrenza nelle soluzioni di investimento proposte, sia soprattutto per coloro che sono entrati nel mercato più recentemente, trovandosi di fronte possibili barriere all'ingresso. È spesso nella fase di avvio, infatti, che i gestori manifestano più d'una difficoltà nell'avere occasioni di confronto: se per il 42% del campione risulta "abbastanza facile" incontrare enti e fondi per illustrare le proprie proposte, permane ancora una quota significativa che lo ritiene "abbastanza difficile" (38%) o addirittura "difficile" (14%) e solo il 6% "facile". In generale, emerge comunque un quadro con più luci che ombre, pur con delle differenze significative per le diverse tipologie di investitore: escludendo coloro che hanno dichiarato di non avere alcuna relazione, in media **le relazioni con gli enti sono giudicate "ottime" o "buone" dal 46% dei rispondenti**, in aumento rispetto al 39% dei rispondenti dello scorso anno pur mantenendo qualche criticità come indicato dal 21% (in calo dal 24% dello scorso anno) che ha risposto "insufficienti". Escludendo però dal conto *Family Office* e fondi sanitari, che per ragioni diverse gli uni dagli altri hanno meno relazioni con i gestori, le categorie "ottima" e "buona" salgono al 53% mentre quella "insufficiente" scende al 15% per effetto soprattutto dei fondi sanitari che, complici patrimoni ancora piuttosto contenuti (seppure con buone prospettive di crescita), presentano ancora una scarsa diversificazione nella propria *asset allocation* e, per loro natura, hanno l'esigenza di mantenere il proprio patrimonio sufficientemente liquido.

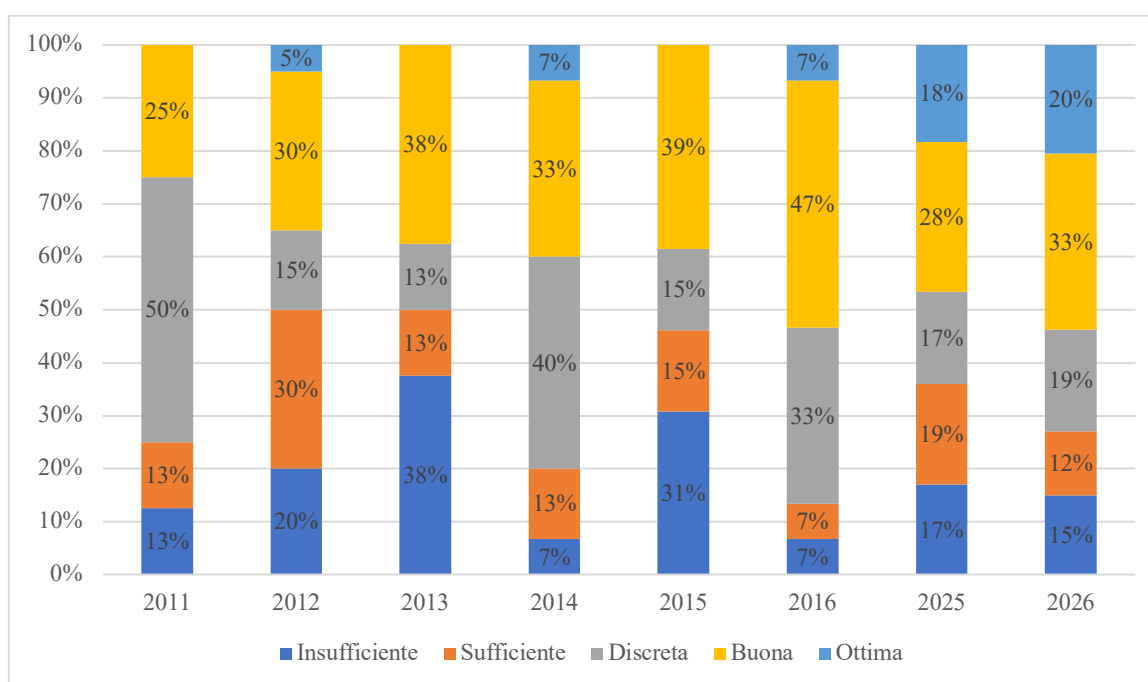
Figura 2.2a - La relazione con enti e fondi



Tra le singole tipologie di investitori, anche quest'anno spiccano le solide relazioni con le Casse di Previdenza, giudicate "ottime" dal 38% dei rispondenti e "buone" dal 42% seguite dalle Compagnie di Assicurazione, rispettivamente 19% e 34%. Tra i giudizi negativi emerge soprattutto il 37% che lamenta relazioni "insufficienti" o solamente "sufficienti" con i fondi pensione negoziali, probabilmente soprattutto a causa della gestione principalmente indiretta dei portafogli di questi enti e dei ridotti investimenti in prodotti alternativi, e il 36% con le Fondazioni di origine Bancaria, probabilmente anche per effetto della sempre maggiore diffusione di veicoli dedicati all'interno dei portafogli di questa tipologia di investitori.

Nel complesso, rispetto allo scorso anno si nota un miglioramento nei giudizi medi sulla qualità delle relazioni con l'intero panorama degli investitori istituzionali italiani (escludendo *Family Office* e fondi sanitari): la somma delle risposte "buona" od "ottima" sale dal 46% al 53%, mentre coloro che valutano i rapporti "sufficienti" o "insufficienti" scendono dal 36% al 27%. Inoltre, pur tenendo in considerazione le citate differenze dello scenario di mercato e di campione, un confronto con la serie storica delle precedenti indagini appare utile per apprezzare l'evoluzione dei rapporti tra le parti coinvolte, avendo come punto di partenza una situazione in cui gli investitori istituzionali erano di fatto soggetti più chiusi agli operatori del mercato. Oggi invece il contesto di riferimento sembra molto cambiato grazie a un'apertura maggiore e a prodotti e modalità di gestione dei patrimoni differenti, in cui **le maggiori difficoltà sono probabilmente da ricondursi a una maggiore competizione** dovuta alla pluralità di *player* presenti sul mercato.

Figura 2.2b - Confronto storico relazione con enti e fondi

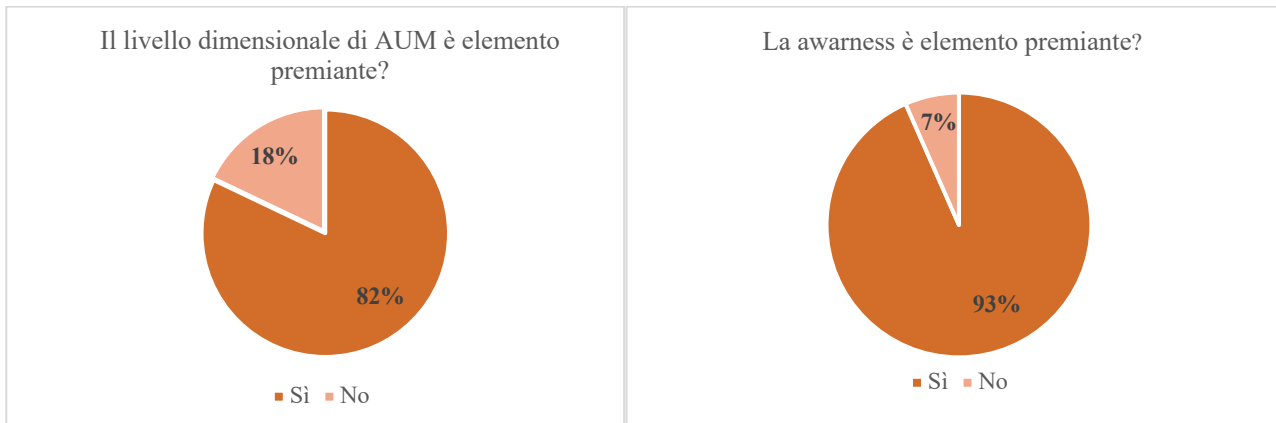


2.4 Pensate che l'*awariness* e il livello dimensionale (*asset under management*) della casa di investimento siano elementi premianti in fase di selezione?

Rivolgendo un primo sguardo al mercato e alle dinamiche che ne regolano i meccanismi di domanda e offerta, quindi, è possibile giungere ad alcune interessanti considerazioni sulla base delle risposte fornite all'indagine. **Una variabile sicuramente importante da tenere in considerazione quando si parla di relazioni con gli investitori istituzionali riguarda il livello dimensionale in termini di *asset under management*:** nel complesso, l'82% dei rispondenti alla *survey* ritiene sia un elemento premiante in fase di selezione, in aumento rispetto al 77% dello scorso anno. Un aspetto che in prima battuta suggerisce una buona solidità della casa di gestione, da non sottovalutare specialmente in fasi di mercato caratterizzate da elevata volatilità. In alcuni casi, inoltre, soprattutto per quanto riguarda investitori maggiormente patrimonializzati, l'assegnazione di mandati di gestione o la selezione di fondi hanno tra i requisiti una dimensione minima in termini di AUM

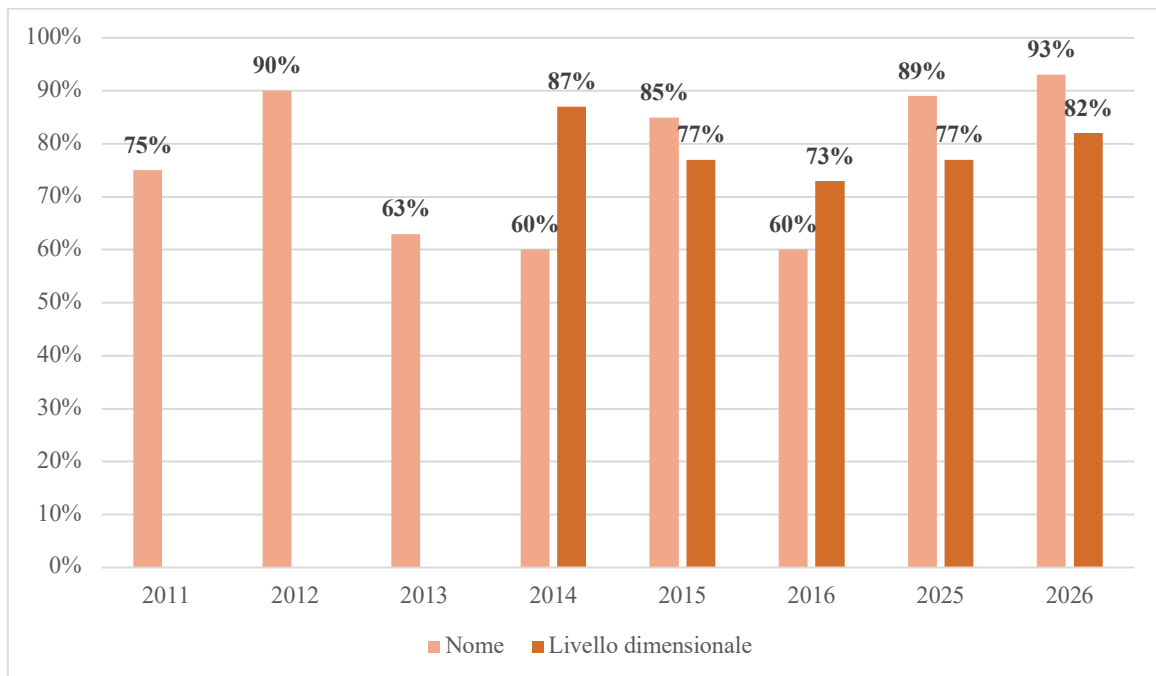
Certamente, però, sono anche altre le valutazioni che enti e fondi tengono in considerazione, e tra le quali pesa non poco l'aspetto relazionale, specie in fase di rapporto già avviato. Tuttavia, soprattutto agli inizi di una relazione, anche se il discorso si può ampliare a tutta la sua durata, **altro elemento ritenuto fare premio secondo il 93% (l'89% nel 2025) dei rispondenti è l'*awariness* del brand**, spesso collegata per ovvie ragioni anche al livello dimensionale della fabbrica prodotto. Il nome della società e tutto ciò che esso può rappresentare in termini di esperienza, immagine e quant'altro sembra quindi mantenere un peso significativo sul mercato, probabilmente anche per una più facile valutazione da parte della domanda dell'offerta e del *track record*.

Figura 2.3a - Ritenete che livello dimensionale (AUM) e *awarness* della casa d'investimento faccia premio?



Livello dimensionale e *awarness*, così come emergeva anche dalla maggioranza delle risposte alle passate indagini, costituiscono alcuni elementi, sebbene non i soli, utili a semplificare quello che potrebbe configurarsi come un aspetto delicato nel rapporto tra enti e gestori finanziari, ossia la difficoltà nel creare “ponti” e nel gettare le basi per costruire la relazione stessa e creare i presupposti affinché essa possa svilupparsi. E questo nonostante quella attuale sia una fase decisamente più matura per quanto riguarda le relazioni tra enti e fondi e gestori rispetto a quella in cui si collocavano le precedenti indagini, ossia un periodo che vedeva l’inizio del consolidarsi e della frequenza delle occasioni di incontro, ma da cui emergevano sostanzialmente le stesse indicazioni in tale ambito.

Figura 2.3b - Ritenete che livello dimensionale (AUM) e *awarness* della casa d'investimento faccia premio? Confronto storico



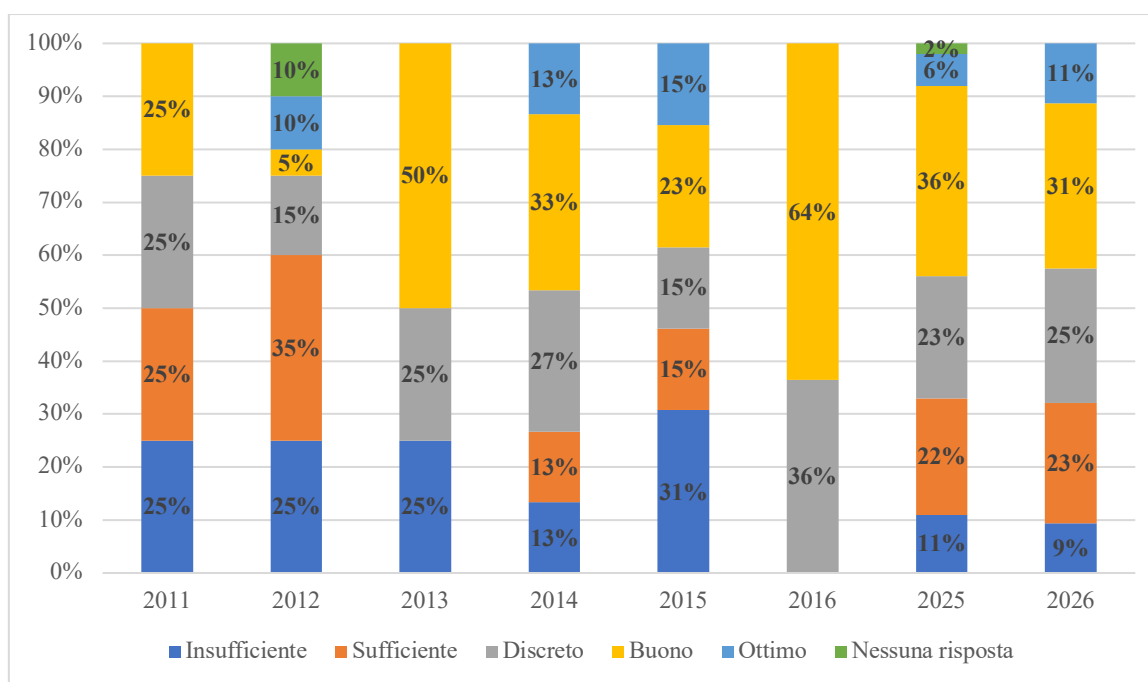
3. Il rapporto tra fabbriche prodotte e *advisor*

3.1 Come valutereste la vostra relazione con gli *advisor*?

In tema di relazioni tra domanda e offerta, **uno ruolo non trascurabile è ricoperto dagli *advisor*, attori che si pongono come anello di congiunzione tra investitori e fabbriche prodotte**, indirizzando le scelte degli uni in termini di *asset allocation* e di selezione dei gestori, e verificando i risultati ottenuti dagli altri in termini di *performance* e rischi. Appare quindi evidente che una relazione proficua con gli *advisor* rappresenti un elemento cruciale nell’ottica dei gestori, rendendo i rapporti con tali soggetti fondamentali al pari (se non addirittura più importanti nei casi in cui le selezioni siano esternalizzate totalmente o in larga parte) di quelli con gli investitori istituzionali.

Se però i giudizi degli investitori sulle relazioni con gli *advisor* sono ampiamente positivi, non sorprende che le risposte dei gestori siano più variegate e meno sbilanciate verso le fasce alte: **il 9% dei rispondenti giudica le relazioni con gli *advisor* “insufficienti”, il 23% “sufficienti”, il 25% “discrete”, il 31% “buone” e l’11% “ottime”**. Anche in questo caso la variabile dimensionale sembra giocare un ruolo rilevante: mentre tra chi risponde negativamente il 44% ha un patrimonio in gestione inferiore ai 10 miliardi, il 38% di chi le valuta “buone” od “ottime” ha in gestione oltre 100 miliardi e il 18% ha meno di 1 miliardo.

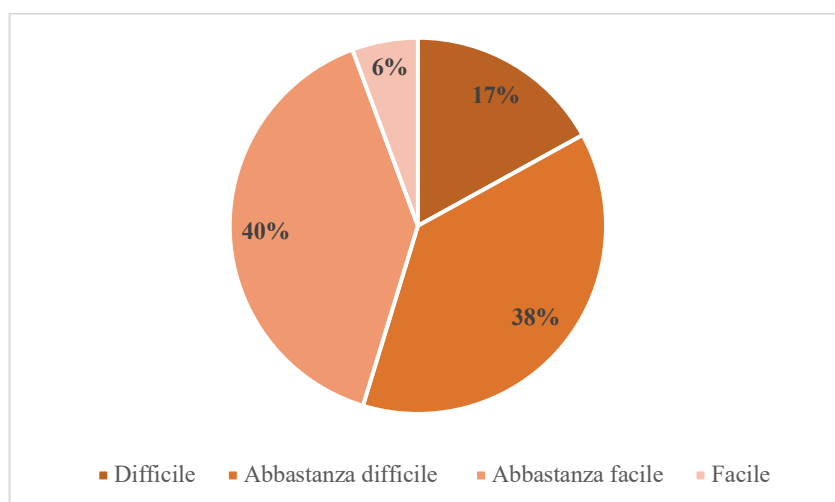
Figura 3.1 - Relazione con gli *advisor*



3.2 Incontrare gli *advisor* è...?

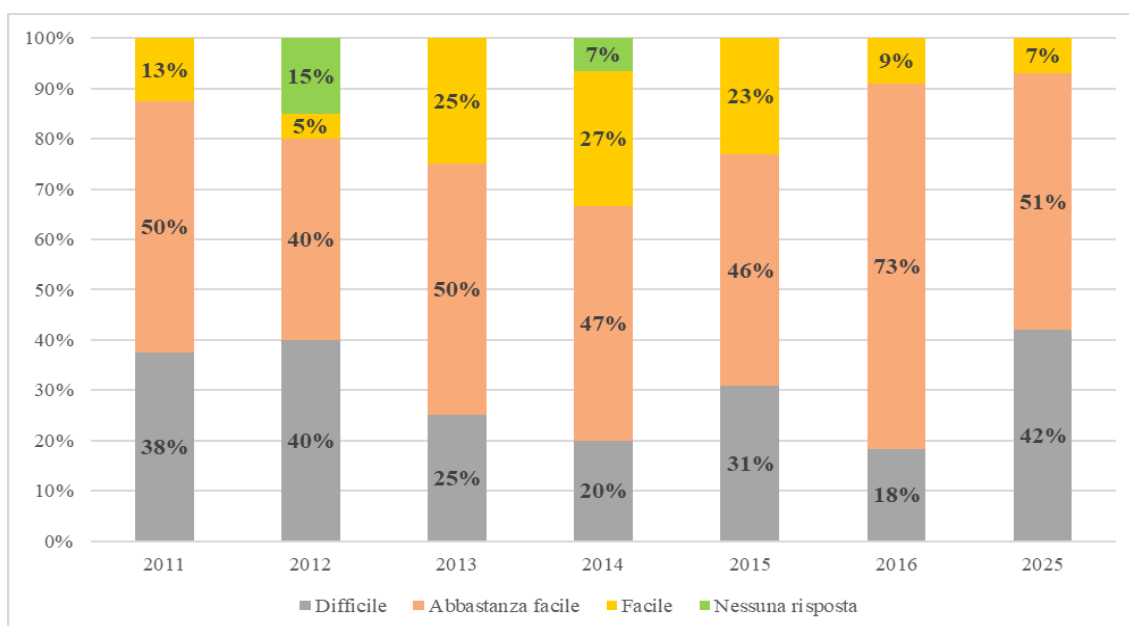
La crescente rilevanza del ruolo dell’*advisor* (escludendo *Family Office* e fondi sanitari, l’80% degli investitori istituzionali rispondenti alla *survey* 2026 si avvalgono di uno o più *advisor* finanziari) ha aumentato l’importanza per i gestori di coltivare le relazioni con questa tipologia di soggetti, sebbene non sia sempre agevole “avere udienza” per i primi e registrando un incremento della difficoltà di incontro rispetto al passato. Solo il 6% del campione ritiene “facile” incontrare gli *advisor*, contro il 17% che definisce “difficile” il contatto. Sostanzialmente allineata la percentuale di risposta “abbastanza difficile” (40%) e “abbastanza facile” (38%).

Figura 3.2a – Incontrare gli *advisor* è...?



Come nel caso delle relazioni con enti e fondi, anche per gli *advisor* è interessante un confronto con il passato non tanto nei numeri ma per avere un paragone sulla percezione di allora con quella di adesso, anche in considerazione della crescente importanza che in molti casi hanno assunto. Nel complesso, se da una parte i giudizi in merito alle relazioni appaiono registrare una riduzione del peso delle risposte negative, le valutazioni circa la facilità di incontrare questa tipologia di soggetti sembrano indicare un incremento delle difficoltà.

Figura 3.2b – Incontrare gli *advisor* è...? (risposte 2011-2025)



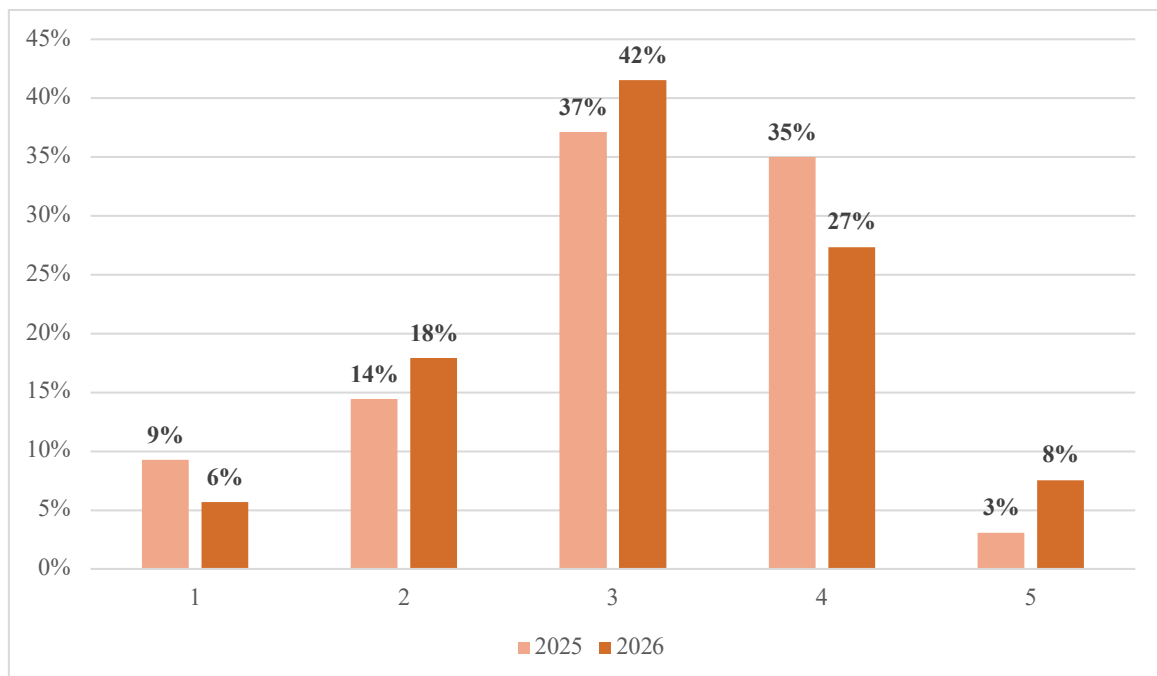
3.3 In una scala da 1 (minimo) a 5 (massimo), ritenete che le selezioni coadiuvate dagli *advisor* siano fatte correttamente?

Per completare il quadro delle relazioni con gli *advisor* è stato chiesto ai gestori di valutare (in una scala da 1 a 5) se le selezioni degli investitori coadiuvate da questi soggetti siano fatte correttamente, al fine di indagare eventuali dubbi circa la trasparenza e i metodi di valutazione dal lato dei processi e delle procedure seguite, come può avvenire per alcuni requisiti per l'assegnazione dei mandati di gestione che escludono a priori alcune realtà dai bandi di gara (ad esempio su dimensioni minime in

termini di AUM). Ciò che emerge appare essere un quadro che presenta ancora margini di miglioramento, nell’ottica di un’ottimizzazione delle scelte di *asset allocation* in un contesto in cui la complessità dello scenario da una parte e le opportunità offerte dai mercati dall’altra impongono attente valutazioni per massimizzare il profilo di rischio/rendimento dei portafogli istituzionali. Sebbene si registrino passi avanti rispetto allo scorso anno, infatti, i giudizi dei rispondenti continuano a evidenziare come nel complesso le selezioni non siano ancora ritenute del tutto efficienti.

La risposta più frequente indicata dal 42% del campione (dal 37% del 2025), resta un giudizio medio (3 su 5), seguito da uno positivo (4 su 5) con il 27% di risposte (35% nel 2025), mentre solo una minoranza, l’8% esprime il giudizio massimo. Interessante notare come la totalità di tale minoranza giudichi “buone” od “ottime” le relazioni con gli *advisor* e ritenga quantomeno “abbastanza facile” l’incontro. Per contro il 6% assegna il voto minimo, in diminuzione rispetto al 9% dello scorso anno, tra i quali non sorprende come tutti lamentino difficoltà di incontrare questi soggetti.

Figura 3.3 - Ritenete che le selezioni coadiuvate dagli *advisor* siano fatte correttamente?



4. Offerta

Dopo aver analizzato le caratteristiche del campione e le relazioni con investitori e *advisor*, questa sezione si pone l'obiettivo di indagare le caratteristiche dell'offerta, dalla valutazione delle *performance* ottenute, alle richieste degli enti fino ad alcuni tratti competitivi come i livelli commissionali.

4.1 Come valutate le vostre *performance*?

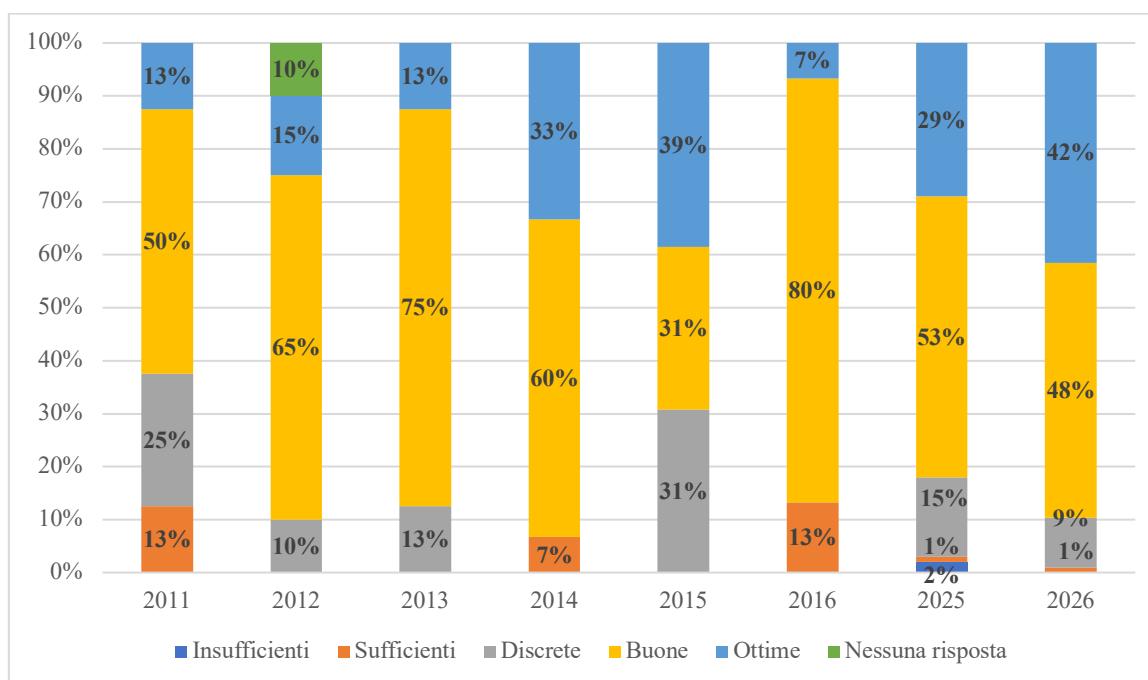
L'autovalutazione effettuata dai gestori in riferimento alle *performance* che hanno ottenuto rende un quadro di ottimismo, anche grazie a un 2025 che si è confermato positivo. Dopo una prima fase dominata dalla volatilità a causa delle notizie sui dazi voluti dal Presidente americano Donald Trump, culminata con il cosiddetto *Liberation Day*, i mercati hanno infatti recuperato rapidamente terreno, al traino del comparto difesa e del settore tecnologico sull'onda dell'entusiasmo per l'intelligenza artificiale. A ciò si è aggiunto un contesto di politica monetaria più accomodante, beneficiando del fatto che i timori circa l'impatto sui prezzi dell'inasprirsi delle politiche protezionistiche non hanno portato a una nuova ripresa dell'inflazione. Al tempo stesso, anche i *private market* hanno confermato interessanti opportunità di investimento, come dimostra il peso crescente di queste tipologie di *asset class* all'interno dei portafogli degli investitori istituzionali.

Nella presente indagine, quindi, nessuno dei rispondenti ha giudicato le *performance* ottenute "insufficienti" e solo l'1% "sufficienti" **mentre i giudizi positivi ("buono" e "ottimo") raggiungono insieme ben il 90% degli intervistati, migliorando l'82% registrato nel 2025**. Risultato che si confronta con il plebiscito ottenuto alla domanda rivolta agli investitori sulla soddisfazione delle *performance*, sintomo di un allineamento tra domanda e offerta e del buon lavoro svolto da tutti gli attori coinvolti nella costruzione dei portafogli istituzionali.

Del resto, nonostante l'incertezza dell'attuale scenario congiunturale tra il persistere di tensioni geopolitiche e un aumento delle politiche protezionistiche e dopo la crisi di valore e rendimenti che aveva caratterizzato il 2022 con una forte correlazione tra azionario e obbligazionario, i mercati hanno mostrato una buona tenuta, pur con una concentrazione delle performance. I primi mesi del 2026 hanno però mostrato nuovi segnali di turbolenza, tra alcuni dubbi sulle prospettive dell'AI e poi sulle preoccupazioni di una ripresa dell'inflazione a causa di una nuova crisi energetica in seguito allo scoppio del conflitto in Iran.

Al tempo stesso, anche i *private market* hanno confermato interessanti opportunità di investimento, come dimostra il peso crescente di queste tipologie di *asset class* all'interno dei portafogli degli investitori istituzionali.

Figura 4.1 - Come valutate le vostre performance?



4.2 Le richieste di enti e fondi sono in linea con i loro obiettivi di rendimento?

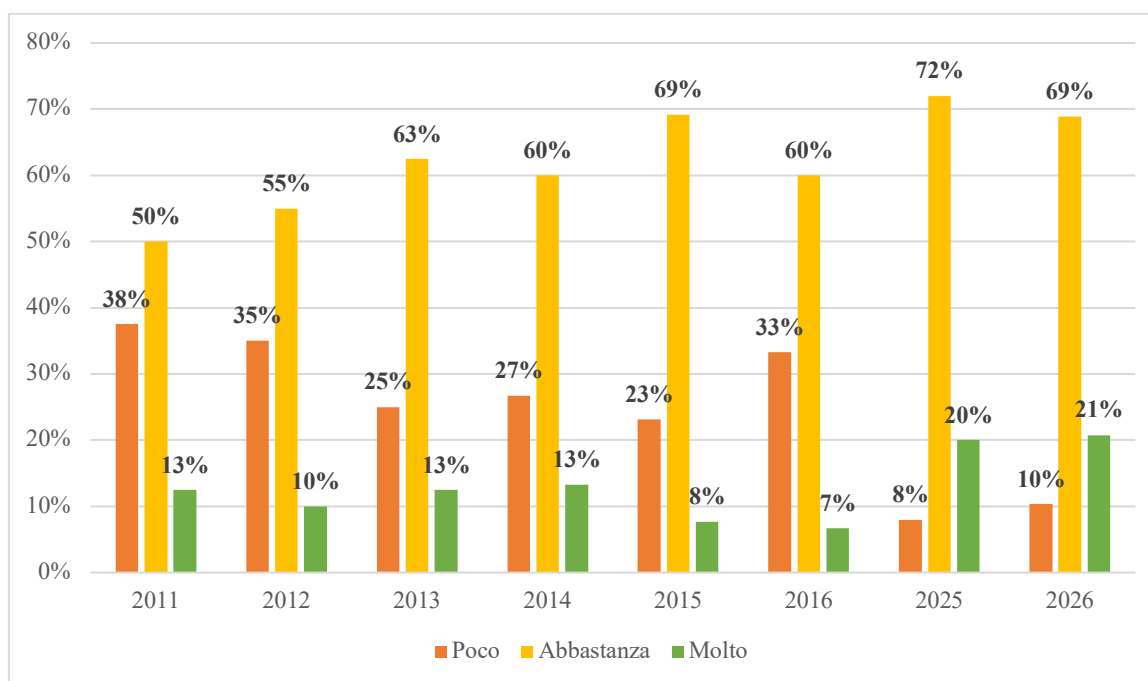
Se la performance ottenuta rappresenta un primo importante biglietto da visita per l’offerta, soprattutto in caso possa vantare un *track record* di successo, **i gestori devono poi confrontarsi con le richieste dal lato della domanda e della loro coerenza con gli obiettivi di investimento** degli investitori. Ad esempio, gli enti previdenziali come fondi pensione e le Casse di Previdenza devono tenere conto nelle loro scelte di investimento in primo luogo il loro scopo primario di erogazione delle prestazioni pensionistiche e confrontarsi come *benchmark* con i parametri obiettivo come la rivalutazione del TFR, l’inflazione e la media quinquennale del PIL. Investitori come le Fondazioni di origine Bancaria, al contrario, non godono di flussi contributivi in entrata che consentono di alimentare periodicamente il patrimonio economico-finanziario, dovendo quindi affidarsi alla sola gestione finanziaria per incrementare il proprio patrimonio. Obiettivo primario resta quindi la salvaguardia del valore reale del portafoglio ottimizzando la combinazione tra redditività e rischio per conseguire rendimenti reali e (flussi) duraturi.

L’incontro tra domanda e offerta deve fare quindi i conti con un mercato, e una normativa, che rappresentano parametri oggettivi di riferimento, trovando una sintesi tra le richieste di un panorama di investitori vario e con finalità diverse e le proposte di investimento delle fabbriche prodotto che devono soddisfare tali esigenze, aumentando la necessità di confronto col mercato.

Alla domanda “Le richieste di enti e fondi sono in linea con i loro obiettivi di rendimento?” il 69% (72% nel 2025) dei rispondenti dichiara “abbastanza”, il 21% (20% nel 2025) “molto” e il 10% (1’8% nel 2025) “poco”. Interessante notare come rispetto al contesto di 10-15 anni fa, sebbene continui a prevalere nettamente la propensione a non sbilanciarsi nei giudizi, cominci a intravedersi un’inversione di tendenza con il valore “molto” che, contrariamente a quanto accadeva in passato, ha sorpassato il giudizio “poco”. Ciò potrebbe essere sintomo anche di una maggiore consapevolezza delle proposte del mercato da una parte e di un’offerta più strutturata e in alcuni casi “*tailor made*”

dall'altra, frutto sì di una maggiore competizione tra le case prodotte ma anche di una maggiore conoscenza delle esigenze degli investitori grazie al consolidarsi delle relazioni.

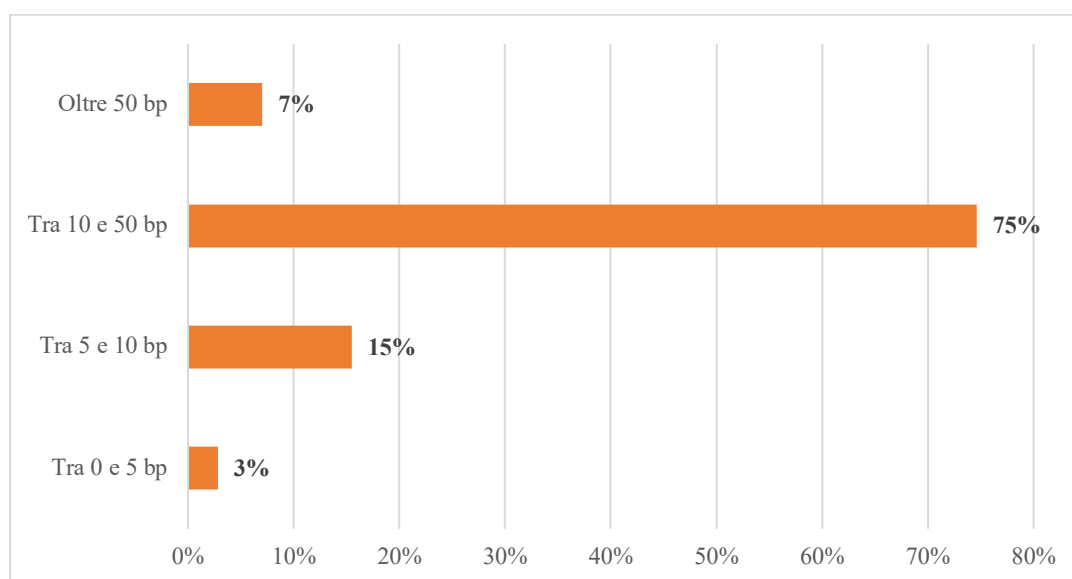
Figura 4.2 - Le richieste di enti e fondi sono in linea con i loro obiettivi di rendimento?



4.3 Qual è il livello commissionale medio per i mandati di gestione obbligazionari, azionari, bilanciati e *total return*?

Una variabile fondamentale e fattore chiave di competitività dell'offerta è il livello commissionale proposto per le soluzioni di investimento, che deve soddisfare da una parte la necessità di contenere i costi di enti e fondi e dall'altra l'esigenza di redditività delle fabbriche prodotte. La capacità di aggiudicarsi un mandato di gestione, infatti, si gioca spesso anche sull'orlo di pochi *basis points* di differenza, rappresentando quindi un fattore dirimente nella scelta del gestore quantomeno in sede di valutazione *ex ante*. Alla domanda sul livello commissionale medio per i mandati di gestione ha risposto il 67% del campione, la maggioranza dei quali (il 75%) indica il range 10-50bp (si tratta appunto di valori medi per mandati obbligazionari, azionari, bilanciati e *total return*). Solo il 3% indica il range più basso 0-5bp, che comporta redditività risicate per le case di investimento, e il 7% oltre i 50bp, che rischiano di collocare l'offerta "fuori mercato".

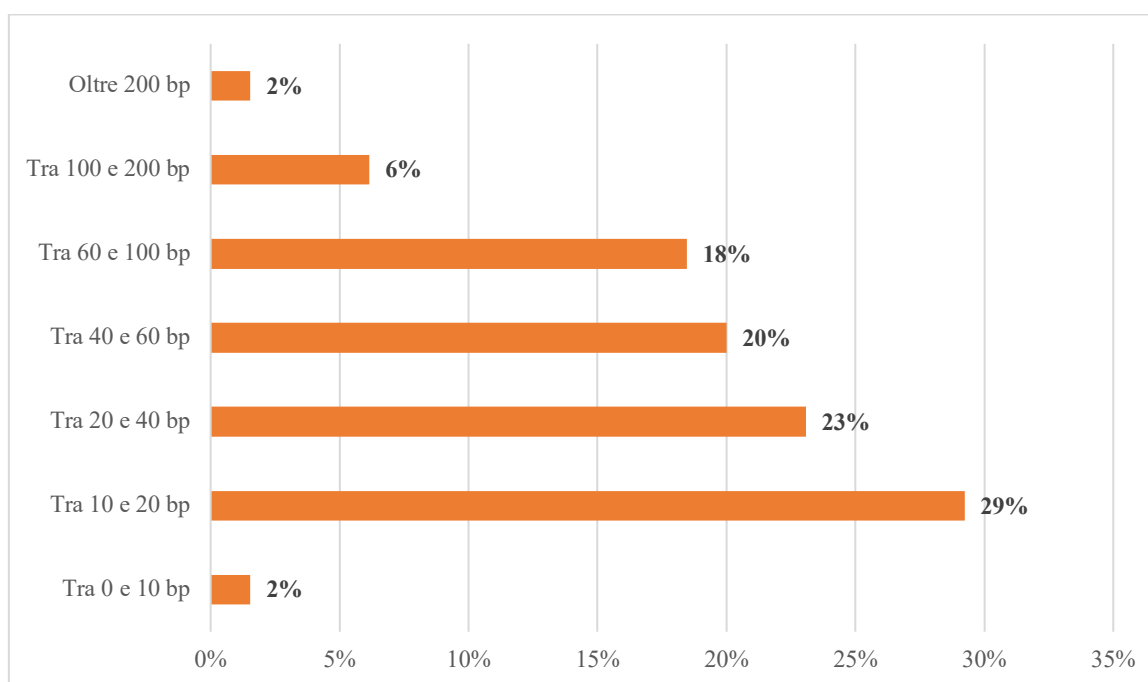
Figura 4.3 - Qual è il livello commissionale medio per i mandati di gestione obbligazionari, azionari, bilanciati, *total return*?



4.4 Qual è il livello commissionale medio per le gestioni obbligazionarie, azionarie, bilanciate e *total return*?

Livelli commissionali mediamente più elevati si applicano invece sulle gestioni (obbligazionarie, azionarie, bilanciate e *total return*), per cui entrano in gioco anche altri aspetti da tenere in considerazione oltre alla variabile prezzo. Alla domanda sul livello commissionale medio delle gestioni ha risposto il 61% del campione, con indicazioni che si concentrano prevalentemente nei range 10-20bp (29%), 20-40bp (23%) e 40-60bp (20%). Gli estremi inferiore (*range* 0-10bp) e superiore (oltre 200bp) raccolgono solo il 2% dei rispondenti ciascuno.

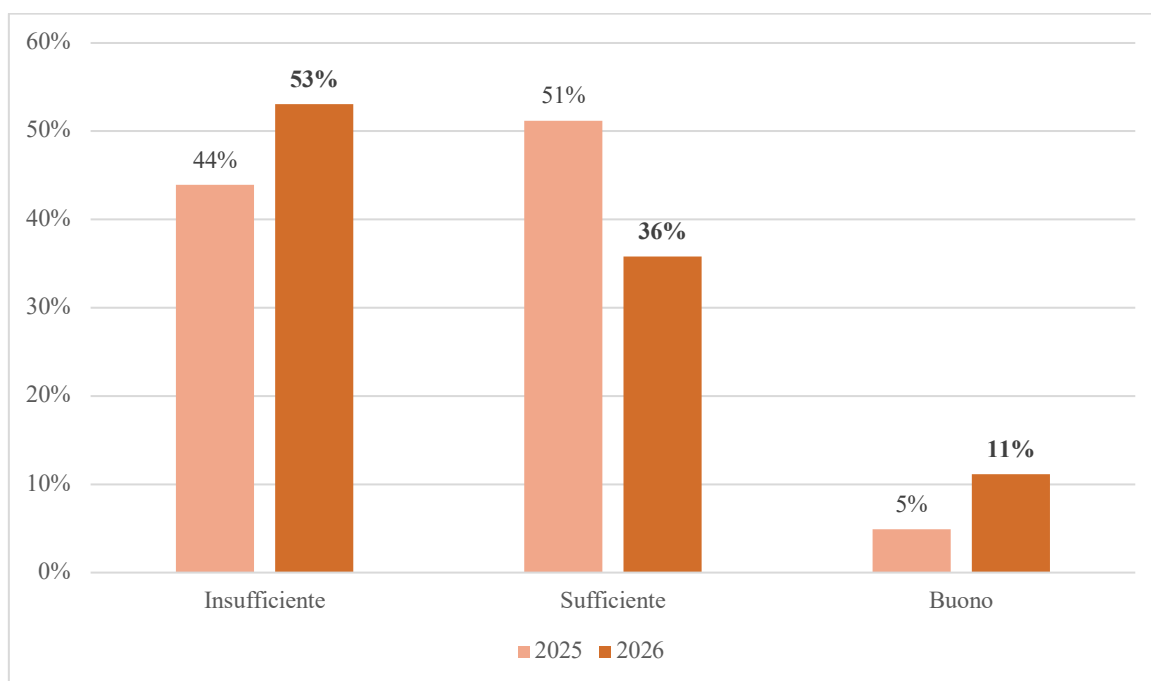
Figura 4.4 - Qual è il livello commissionale medio per le gestioni obbligazionari, azionari, bilanciati, *total return*?



4.5 Per una efficiente gestione ritenete che il livello commissionale proposto dagli enti sia...?

Anche nel caso del livello commissionale, la proposta del mercato deve fare i conti con quelle che sono le richieste degli investitori, cercando di trovare un punto di incontro tra le esigenze della domanda quanto dell'offerta. In particolare, se come detto la variabile prezzo costituisce un importante fattore competitivo, essa deve tuttavia garantire redditività adeguate. In tal senso, **il livello commissionale proposto dagli enti è ritenuto sufficientemente adeguato a una gestione efficiente dal 36%** degli 81 rispondenti a tale quesito, mentre il 53% lo giudica "insufficiente" lamentando quindi difficoltà nel soddisfare le richieste della domanda mantenendo al contempo una gestione profittevole. Nel confronto con lo scorso anno, sebbene la percentuale di risposte "buono" aumenti dal 5% all'11%, si nota un generale peggioramento nelle valutazioni sulle richieste degli enti. Se questi ultimi, come detto, hanno infatti l'esigenza di contenere i costi, il costante aumento di operatori sul mercato garantisce sì un maggior ventaglio di opportunità di investimento, ma anche un aumento della competizione che influenza necessariamente il prezzo, con inevitabili conseguenze a livello di profittabilità.

Figura 4.5 – Per una efficiente gestione ritenete che il livello commissionale proposto dagli enti sia...?



4.6 Considerati la composizione del patrimonio e gli obiettivi di investimento di enti e fondi, le vostre proposte sono perlopiù...?

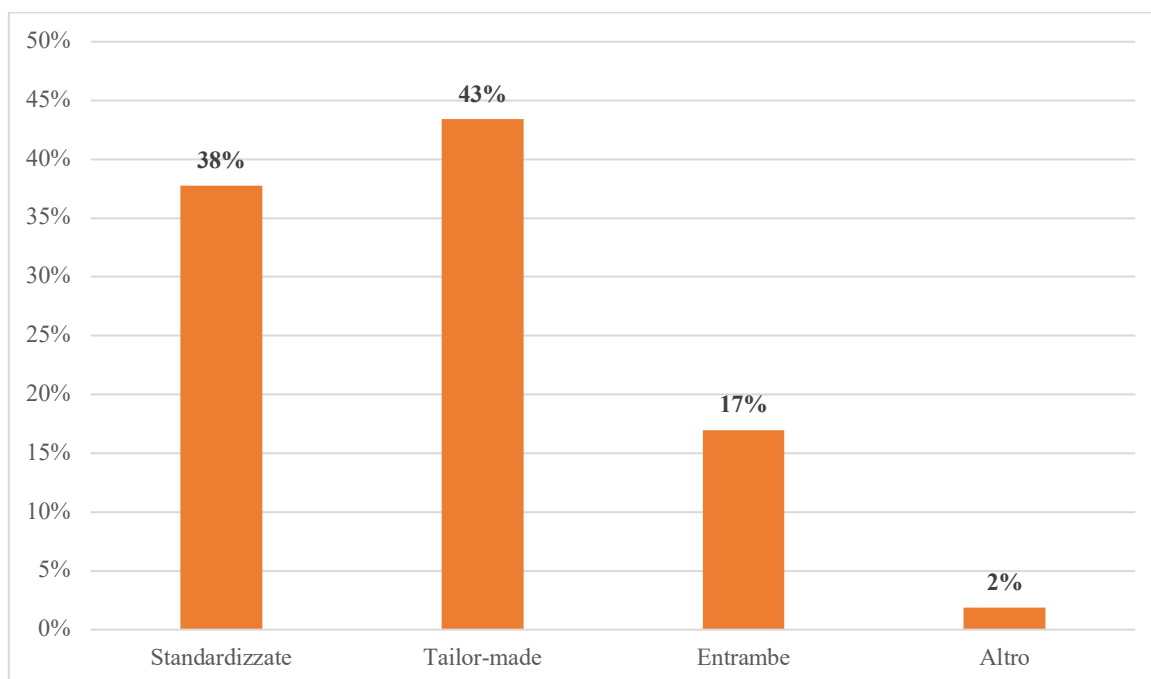
Se come detto l'aumento della competizione tra i gestori incide sulla variabile del prezzo, d'altra parte influenza anche la necessità di diversificare e in alcuni casi personalizzare l'offerta, anche in base alla tipologia di prodotti proposti al mercato. L'intensificarsi delle relazioni con gli investitori istituzionali ha inoltre migliorato la capacità di comprenderne le loro esigenze, potendo adattare la strategia di investimento alle specifiche necessità. Il 43% dei rispondenti offre soluzioni "tailor-made", il 38% "standardizzate" e il 17% entrambe.

Da rilevare, inoltre, come la tipologia della proposta vada letta in correlazione con la variabile dimensionale e degli strumenti offerti al mercato. Tra chi offre solo soluzioni standardizzate, il 25% ha meno di 1 miliardo in gestione e il 48% ha oltre 10 miliardi; tutti coloro che hanno meno di 1

miliardo sono specializzati in fondi alternativi, mentre al crescere della dimensione aumenta anche la gamma di prodotti offerti.

Per contro, solo il 13% di chi offre soluzioni *tailor-made* ha meno di 1 miliardo, anche in questo caso per lo più focalizzati nei fondi alternativi, mentre il 59% ha oltre 10 miliardi (di cui un 39% oltre i 100 miliardi). Infine, tra chi offre entrambe le soluzioni nessuno ha meno di 1 miliardo e tutti - ad eccezione di un rispondente - hanno oltre i 10 miliardi (di cui il 50% sopra i 100), con una gamma di prodotti offerti che spazia dai mandati di gestione, ai fondi comuni di investimento fino a quelli alternativi.

Figura 4.6 – Considerati la composizione del patrimonio e gli obiettivi di investimento di Enti e fondi, le vostre proposte sono perlopiù...?



4.7 La vostra offerta è valutata per...?

Per quanto importante, la variabile prezzo non è l'unica su cui si basano le valutazioni dell'offerta, lasciando un più ampio ventaglio di armi a disposizione dei gestori su cui orientare le strategie competitive, ma sempre considerando che il più delle volte è una combinazione di diversi fattori a determinare il successo o meno delle proprie proposte di investimento.

Nonostante, come abbiamo visto in precedenza, la stragrande maggioranza del campione ritenga che la dimensione in termini di AUM e l'*awariness* siano elementi premianti in fase di selezione, l'84% (87% nel 2025) dei rispondenti dichiara che la propria offerta sia valutata principalmente per la qualità, vale a dire per le soluzioni offerte, i rendimenti prospettati e i prodotti sviluppati.

Come emergeva nelle passate indagini, pur con le citate differenze di campione e contesto di mercato, la **qualità dell'offerta, continua a essere ritenuta il principale fattore critico di successo**, confermando come competenze e caratteristiche distintive siano qualità sempre apprezzate dagli investitori. **Il prezzo mantiene comunque la seconda posizione con il 46% (49% nel 2025)** seguito dal nome della casa d'investimento (con il 40%, dal 46% del 2025), e quindi l'*awariness*, in grado di garantire un *track record* di risultati e ridurre gli oneri in termini di *due diligence*. Ultima risposta per

numerosità, ma comunque significativa con il 21% (30% nel 2025), è la categoria “altro”, che racchiude un mix di variabili come il servizio, la specializzazione, la relazione personale il *track record*.

Figura 4.6a - La vostra offerta è valutata per...?

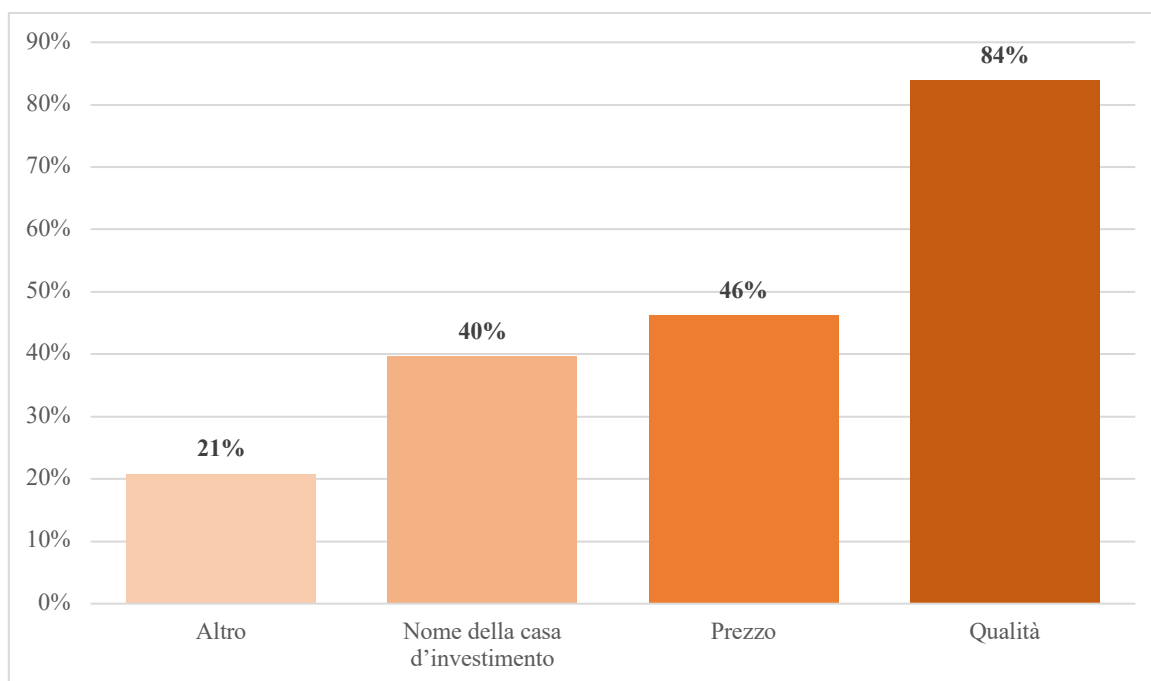
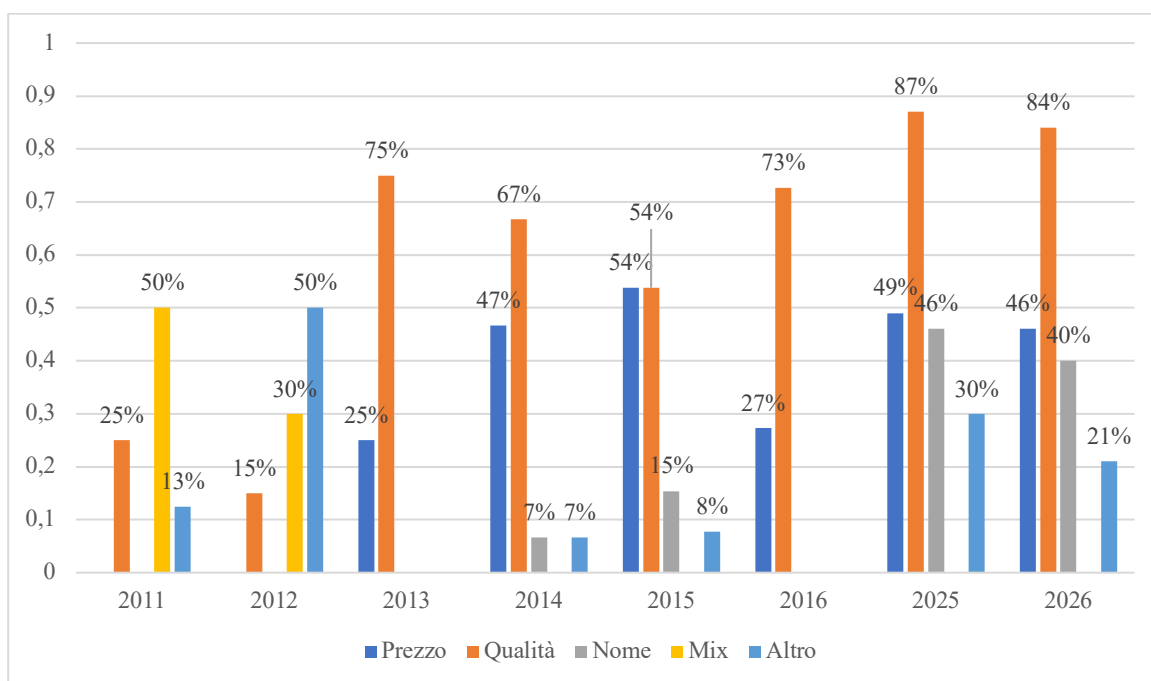


Figura 4.6b - La vostra offerta è valutata per...? (risposte 2011-2026)



Il questionario

PARTE I – INVESTITORI ISTITUZIONALI

La prima parte del questionario è dedicata a reperire informazioni circa le caratteristiche generali dei soggetti investitori, la loro dimensione patrimoniale, gli strumenti di investimento utilizzati, gli investimenti in economia reale e il loro rapporto con i consulenti finanziari.

1. Denominazione dell'Ente

2. Tipologia di investitore

- Fondo Pensione Negoziale
- Fondo Pensione Preesistente
- Cassa di Previdenza
- Fondazione di origine Bancaria
- Compagnia di Assicurazione

3. Dimensioni patrimoniali (valori di bilancio al 31/12/2024)

- Fino a 500 milioni di euro
- Da 500 milioni a 1 miliardo di euro
- Da 1 a 2 miliardi di euro
- Oltre 2 miliardi di euro

4. Nella definizione della propria politica d'investimento, l'ente adotta modelli ALM?

- Sì
- No

5. Se sì, la gestione è in linea con l'ALM?

- Sì
- No

6. Se no, siete intenzionati ad applicarla in futuro?

- Sì
- No

7. Qual è il valore del *funding ratio* del proprio Ente? (il rapporto al tempo T tra il valore attualizzato delle attività e quello delle passività scontate a un tasso corrente)

- < 70%
- Tra 70% e 90%
- Tra 90% e 100%
- > 100%
- Non calcolato

8. Come ritiene la diversificazione degli investimenti del patrimonio?

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreta
- Buona
- Ottima

9. La *performance* finanziaria ottenuta è soddisfacente?

- Sì
- No

10. In quali strumenti investe attualmente l'Ente?

- Mandati di gestione
- Gestioni separate
- Azioni
- Obbligazioni
- Fondi comuni tradizionali (obbligazionari, bilanciati, azionari...)
- ETF
- ELTIF
- FIA (*private equity, venture capital, private debt...*)
- FIA immobiliari
- Fondi *hedge*
- Altro (specificare)

11. Pensa che l'*asset allocation* dovrà essere rivista nel breve termine?

- Sì
- No

12. In quali strumenti l'Ente si propone di investire (o di aumentare l'esposizione) nel prossimo futuro?

- Mandati di gestione
- Gestioni separate
- Azioni
- Obbligazioni
- Fondi comuni tradizionali (obbligazionari, bilanciati, azionari...)
- ETF
- ELTIF
- FIA (*private equity, venture capital, private debt...*)
- FIA immobiliari
- Fondi *hedge*
- Altro (specificare)

13. L'Ente detiene in portafoglio strumenti destinati all'investimento in economia reale italiana?

- Sì
- No

14. Se sì, in quale percentuale del patrimonio totale dell'Ente?

- Da 0 al 5%
- Dal 5% al 10%
- Dal 10% al 20%
- Dal 20% al 40%
- Dal 40% al 60%
- Dal 60% all'80%
- Oltre l'80%

15. Escludendo i titoli di Stato e le proprietà immobiliari a uso strumentale (sedi), quanto investite in economia reale?

- Da 0 al 5%
- Dal 5% al 10%
- Dal 10% al 20%
- Dal 20% al 40%
- Dal 40% al 60%
- Dal 60% all'80%
- Oltre l'80%

16. L'ente ritiene che aumenterebbe l'esposizione in economia reale, se si presentassero una o più delle seguenti misure?

- Maggiori vantaggi fiscali
- Aumento delle soglie degli investimenti qualificati
- Ampliamento dei limiti d'investimento sulla gestione diretta, se presenti
- Avvio di ulteriori progetti d'investimento "consortili"
- Sviluppo mercato di capitali domestico
- Nessuna delle precedenti
- Altro _____

17. Qual è il numero di gestori a cui affidate il vostro patrimonio?

- Meno di 10
- 10-50
- 50-100
- Oltre 100

18. Le proposte dei gestori in rapporto alle vostre esigenze sono soddisfacenti?

- Sì
- No

19. La relazione con i gestori è:

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreto
- Buono
- Ottimo

20. La *performance* offerta dalle fabbriche prodotto sulle masse in gestione è:

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreto
- Buono
- Ottimo

21. Vi avvalete, per la vostra attività di *asset allocation* e selezione dei gestori, di un advisor esterno?

- Sì
- No

22. Se sì, quale?

23. Com'è la relazione con *l'advisor*?

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreto
- Buono
- Ottimo

24. Vi avvalete di un *risk manager* esterno diverso dall'*advisor*?

- Sì
- No

PARTE II – I GESTORI DEI PATRIMONI ISTITUZIONALI

La seconda parte dell'indagine è basata su un questionario dedicato a reperire informazioni circa le caratteristiche generali delle case d'investimento, la loro dimensione patrimoniale, le caratteristiche dell'offerta e i rapporti in essere con gli investitori istituzionali e gli *advisor*.

25. Denominazione della società

26. Quali strumenti offrite al mercato?

- Mandati di gestione
- Gestioni separate
- Azioni
- Obbligazioni
- Fondi comuni tradizionali (obbligazionari, bilanciati, azionari...)
- ETF
- ELTIF
- FIA (*private equity, venture capital, private debt...*)
- FIA immobiliari
- Fondi hedge
- Altro (specificare)

27. La società è?

- italiana
- estera

28. Valore AUM al 31/12/2025

29. Come valutereste la vostra relazione con i fondi negoziali?

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreto
- Buono
- Ottimo

30. Come valutereste la vostra relazione con i fondi preesistenti?

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreto
- Buono
- Ottimo

31. Come valutereste la vostra relazione con le Casse di Previdenza?

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreto
- Buono
- Ottimo

32. Come valutereste la vostra relazione con le Fondazioni di origine Bancaria?

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreto
- Buono
- Ottimo

33. Come valutereste la vostra relazione con le Compagnie di Assicurazione?

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreto
- Buono
- Ottimo

34. Come valutereste la vostra relazione con i Family Office?

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreto
- Buono
- Ottimo

35. Come valutereste la vostra relazione con i fondi sanitari?

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreto
- Buono
- Ottimo

36. Le richieste di enti e fondi sono in linea con i loro obiettivi di rendimento?

- Poco
- Abbastanza
- Molto

37. Incontrare enti e fondi per esporre le vostre proposte è...?

- Difficile
- Abbastanza facile
- Facile

38. Considerati la composizione del patrimonio e gli obiettivi di investimento di enti e fondi, le vostre proposte sono perlopiù:

- Standardizzate
- Tailor-made
- Altro (specificare)

39. Come valutate le vostre performance?

- Insufficienti
- Sufficienti
- Discrete
- Buone
- Ottime

40. Pensate che il livello dimensionale (*asset under management*) della casa d'investimento sia elemento premiante in fase di selezione?

- Sì
- No

41. Pensate che l'*awarness* della casa d'investimento sia elemento premiante in fase di selezione?

- Sì
- No

42. Qual è il livello commissionale medio per i mandati di gestione obbligazionari, azionari, bilanciati e *total return*?

- Tra 0 e 5 bp
- Tra 5 e 10 bp
- Tra 10 e 50 bp
- Oltre 50 bp

43. Qual è il livello commissionale medio per le gestioni obbligazionarie, azionaria, bilanciate e *total return*?

- Tra 0 e 10 bp
- Tra 10 e 20 bp
- Tra 20 e 40 bp
- Tra 40 e 60 bp
- Tra 60 e 100 bp
- Tra 100 e 200 bp
- Oltre 200 bp

44. Per una efficiente gestione ritenete che il livello commissionale proposto dagli enti sia...?

- Insufficiente
- Sufficiente
- Buono

45. Come valutereste la vostra relazione con gli *advisor*?

- Insufficiente
- Sufficiente
- Discreto
- Buono
- Ottimo

46. Incontrare gli *advisor* è...?

- a. Difficile
- b. Abbastanza facile
- c. Facile

47. Ritenete che le selezioni in una scala da 1 (minimo) a 5 (massimo) siano fatte correttamente?

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5

48. La vostra offerta è valutata per: il prezzo, la qualità o il nome della casa o altro?

- a. Prezzo
- b. Qualità
- c. Nome della casa d'investimento
- d. Altro_____