



Regione Siciliana

# Fondo Pensioni Sicilia

Ente pubblico previdenziale

## Criteri generali e piano pluriennale di investimento e disinvestimento

### Triennio 2019/2021

Approvato dal Consiglio di Indirizzo e Vigilanza nella seduta ordinaria del 10 luglio 2019

N.b.: gli emendamenti approvati in corso di seduta si trovano a verbale e sono evidenziati in rosso

REGIONE SICILIANA  
**Fondo per il pagamento del trattamento di quiescenza  
e dell'indennità di buonuscita del personale regionale**  
Sede legale: Viale Regione Siciliana n.2246 - 90135 Palermo  
Codice Fiscale 97249080827

P.e.c.: [fondo.pensioni@certmail.regione.sicilia.it](mailto:fondo.pensioni@certmail.regione.sicilia.it); P.e.: [fondopensionisicilia@regione.sicilia.it](mailto:fondopensionisicilia@regione.sicilia.it)

## 1. Scopo del documento

Con la legge regionale 14.5.2009, n. 6 è stato istituito il “Fondo per il pagamento del trattamento di quiescenza e dell’indennità di buonuscita del personale regionale”, denominato più semplicemente “Fondo Pensioni Sicilia” (nel seguito, per brevità, “Fondo”), avente natura di ente pubblico non economico, dotato di personalità giuridica e di autonomia patrimoniale, finanziaria, gestionale, amministrativa e contabile. L’organizzazione e il funzionamento del Fondo sono disciplinati dal regolamento di Attuazione, emanato con il Decreto Presidenziale 23.12.2009, n. 14.

Il presente documento contiene i criteri generali e il piano pluriennale di investimento e disinvestimento del Fondo (per il quale si è previsto un orizzonte triennale, in analogia al bilancio previsionale) ed è redatto ai sensi dell’art. 9 del Dec. Pres. 14/2009<sup>1</sup>, tenendo anche conto delle indicazioni in materia di Documento sulla Politica di investimento contenute nello schema di decreto del Ministero dell’economia e delle finanze (d’ora in poi “Schema di Decreto”) in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti d’interesse e di depositario<sup>2</sup>.

Mancando una normativa di riferimento nazionale in questo documento si recepiscono, dove possibile, le indicazioni contenute nello Schema di Decreto anche per quanto riguarda l’organizzazione e la gestione degli investimenti del Fondo.

## 2. Quadro normativo e vincoli all’investimento

La politica di investimento del Fondo è regolata dall’art. 15 c. 3 del Decreto Presidenziale 23 dicembre 2009 che recita:

*«Le disponibilità finanziarie delle gestioni di cui all’articolo 13, comma 1, lett. a) e c), eccedenti le normali necessità del “Fondo” sono investite in operazioni comunque a capitale garantito e prevalentemente:*

- a) in titoli obbligazionari emessi in euro dallo Stato o dalla Regione ovvero garantiti da tali Enti;*
- b) in titoli obbligazionari non strutturati emessi in euro da emittenti europei con rating non inferiore a quello dello Stato italiano;*
- c) in beni immobili da cedere in locazione destinandoli, preferibilmente, a sedi di uffici di enti pubblici o a servizi di istituto del “Fondo” stesso.»*

La norma, vietando esplicitamente gli investimenti a capitale «non garantito», esclude le azioni e limita molto l’universo investibile e perciò le possibilità di diversificazione del Fondo rispetto a quanto possibile per le altre forme di previdenza complementare o di primo pilastro.

La norma presenta alcune criticità:

- manca una definizione di «prevalente» (salvo possibili analogie con altre norme o prassi di mercato);
- si fa riferimento a un concetto di «capitale garantito» che anche nel mondo obbligazionario è tale solo al netto di possibili default degli emittenti, che sono più rari nel segmento «investment grade» ma non impossibili;
- l’interpretazione letterale consentirebbe perciò l’investimento in qualsiasi strumento di debito, anche prestiti diretti o fondi d’investimento chiusi specializzati in questa attività, con pesi diversi a

<sup>1</sup> Art. 9. Consiglio di indirizzo e vigilanza  
(omissis)

<sup>2</sup> Il Consiglio di indirizzo e vigilanza, nell’ambito delle funzioni di cui al comma 4 dell’articolo 3 del decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 479 e successive modificazioni, svolge in particolare i seguenti compiti:

- a) definisce i programmi e individua le linee di indirizzo del “Fondo”;
- b) emana le direttive di carattere generale relative all’attività dell’ente;
- c) approva in via definitiva il bilancio preventivo e il conto consuntivo, nonché i piani pluriennali e i criteri generali dei piani di investimento e disinvestimento.

(omissis)

<sup>2</sup> Schema di Decreto del Ministero dell’economia e delle finanze, di concerto con il Ministero del lavoro e delle politiche sociali, sentita la COVIP, ex articolo 14 comma 3 del decreto-legge 6 luglio 2011, n. 98 convertito con modificazioni dalla legge 15 luglio 2011, n. 111, recante disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti di interessi e di depositario.

- seconda che l'emittente sia europeo con rating investment grade o no;
- la norma fa un riferimento rigido al limite di *rating*, **in parte** superato dalla revisione dell'approccio all'utilizzo del rating come parametro di selezione delle scelte d'investimento attuate, dopo la crisi del debito sovrano del 2011, dall'Unione Europea<sup>3</sup> e recepita dalla Covip<sup>4</sup>;
- è previsto l'investimento in immobili senza limiti di peso sul patrimonio, che, anche quando considerati nelle forme più efficienti e diversificate, non sono assolutamente «a capitale garantito» e comportano rischi a medio termine in parte riferibili a quelli del mercato azionario (vedi oltre).

La norma consente una parziale diversificazione all'interno del segmento obbligazionario, perché consente, sia pure in misura «non prevalente», che si può ipotizzare pari in circa il 30%<sup>5</sup> del patrimonio, l'investimento in:

- titoli in euro emessi da soggetti non europei (come ad esempio obbligazioni di paesi emergenti investment grade o obbligazioni corporate emesse da emittenti americani);
- titoli non in euro con cambio coperto;
- obbligazioni strutturate in genere;
- obbligazioni emesse da veicoli di cartolarizzazione (ad esempio CLO).

Notiamo che sembrerebbe consentito l'investimento in obbligazioni convertibili, in quanto «a capitale garantito». Ciò sarebbe consentito sempre, se emesse in euro da emittenti e, in misura «non prevalente», se denominate in valute diverse dall'euro e con rating non investment grade.

La lettera del regolamento del 2009 sembra escludere anche l'investimento in OICR perché non a capitale garantito. Si può ipotizzare che i fondi d'investimento alternativo (FIA) chiusi che detengono fino alla scadenza strumenti di debito possano essere consentiti.

Riproduciamo qui di seguito una sintesi dei limiti, assumendo che per “non prevalente” si debba intendere una percentuale pari al 30% del patrimonio.

Tipo investimento	Valuta	Area di emissione	Peso massimo consentito
Titoli di Stato IG	euro	Europa	100%
Obbligazioni IG	euro	Europa	100%
Obbligazioni convertibili IG	euro	Europa	100%
Immobili	euro	Italia	100%
Obbligazioni e titoli di Stato IG globali	tutte	tutte	30%
Obbligazioni e titoli di Stato HY globali	tutte	tutte	30%
Obbligazioni convertibili	tutte	tutte	30%
Obbligazioni strutturate	tutte	tutte	30%
Fondi chiusi di credito	tutte	tutte	30%
Titoli emessi da veicoli di cartolarizzazi	tutte	tutte	30%

Mentre l'esclusione delle azioni e la limitazione di una parte rilevante degli investimenti obbligazionari pongono al Fondo vincoli più stringenti di quelli ai quali sono soggetti gli altri enti previdenziali italiani, osserviamo che l'assenza di limiti all'investimento immobiliare si pone in controtendenza con la normativa in vigore (fondi

3 Regolamento UE 462/2013

4 Covip, Circolare del 22 luglio 2013, «Utilizzo dei giudizi delle agenzie di *rating* da parte delle forme pensionistiche complementari»

5 In analogia a quanto previsto per i titoli non quotati e FIA nello Schema di Decreto all'art. 9 (Limiti agli investimenti) : *“L'investimento in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi (FIA), compresi i fondi chiusi, è mantenuto a livelli prudenziali, è complessivamente contenuto entro il limite del 30 per cento del totale delle disponibilità complessive dell'Ente ed è adeguatamente motivato in relazione alle proprie caratteristiche e a quelle della politica di investimento che intende adottare.”*

pensione negoziali, massimo 20%) e con quella ancora in attesa di emanazione (casce di previdenza, massimo 30%).

### 3. Bilancio tecnico attuariale del Fondo

L'analisi condotta in questo documento si basa sul Bilancio Tecnico Attuariale (d'ora in avanti BTA) al 31.12.2013 del Fondo Pensioni Sicilia, predisposto nel marzo 2016 dallo Studio Attuariale Orrù & Associati (O&A)<sup>6</sup>, a seguito di procedura negoziale. In attesa di un aggiornamento, si sono utilizzate le proiezioni del 2013 adeguandole per tenere conto di due dati: la dimensione effettiva del patrimonio a fine 2018 e il rinvio del pagamento delle rate, già scadute, del contributo dovuto dalla Regione Siciliana, previsto dall'art. 15 comma 4 della l.r. 6/2009.

L'aggiornamento è stato fatto utilizzando questi dati:

- contributi ordinari e prestazioni pensionistiche effettive negli anni 2014-2018;
- valore a fine anno del patrimonio mobiliare, somma di:
  - o Gestioni separate UnipolSAI
  - o Titoli detenuti direttamente presso Unicredit
  - o Liquidità in conto corrente
- Prospetto di aggiornamento dei contributi ex l.r. 6/2009. Data l'incertezza sui flussi si sono spostate le prossime 8 rate da 59 milioni negli anni dal 2020 al 2027.

Sulla base di questi dati, e utilizzando le proiezioni di contributi ordinari e prestazioni pensionistiche prodotte da O&A, si è simulata la possibile evoluzione del patrimonio netto a 50 anni, mantenendo le due ipotesi di evoluzione della popolazione fatte da O&A:

- "a gruppo chiuso", considerando gli attuali iscritti al Fondo, attivi e pensionati;
- "a gruppo aperto", considerando anche nuovi ingressi in attività

Le due analisi portano a risultati molto diversi. Se si considera il gruppo chiuso, il Fondo non è sostenibile se non assumendo rendimenti superiori al 4%; se si considera invece il gruppo aperto il Fondo appare sostenibile, nell'orizzonte di 50 anni, sotto qualunque ipotesi di rendimento. Si tratta di una sostenibilità limitata all'orizzonte di 50 anni e basata su un criterio di ripartizione, in quanto il patrimonio non diminuisce non perché il rendimento sia adeguato, ma grazie ai contributi dei nuovi attivi.

Lo squilibrio tecnico nell'ipotesi a gruppo chiuso "deriva principalmente dall'ipotesi di rivalutazione dei montanti contributivi, pari alla media quinquennale del PIL programmatico, che mediamente è del 3,5% nei 50 anni stimati, superiore pertanto di 0,5% al tasso di rendimento dell'ipotesi A (3%) e dell'1,5% al tasso di rendimento dell'ipotesi B (2%)<sup>7</sup>»

Nell'ipotesi di gruppo aperto invece «considerando le entrate di nuovi ingressi nella collettività, nelle ipotesi adottate e a normativa vigente, il saldo previdenziale risulta positivo fino al 2031, poi diventa negativo fino al 2053 e torna positivo dal 2054 in poi. Il saldo totale, inoltre, nell'ipotesi A di tasso di rendimento del patrimonio del 3% è sempre positivo nei 50 anni considerati e, pertanto, il patrimonio della gestione è sempre in aumento in tutti gli anni di valutazione; nell'ipotesi B di tasso di rendimento del patrimonio del 2%, invece, il saldo totale diventa negativo dal 2036 al 2049 ma il patrimonio è più che sufficiente a garantire la copertura degli impegni del Fondo durante gli anni di saldo totale negativo.<sup>8</sup>»

Utilizzando i dati contenuti nel bilancio tecnico attuariale sono state simulate le possibili evoluzioni del patrimonio del Fondo assumendo diversi livelli di rendimento.

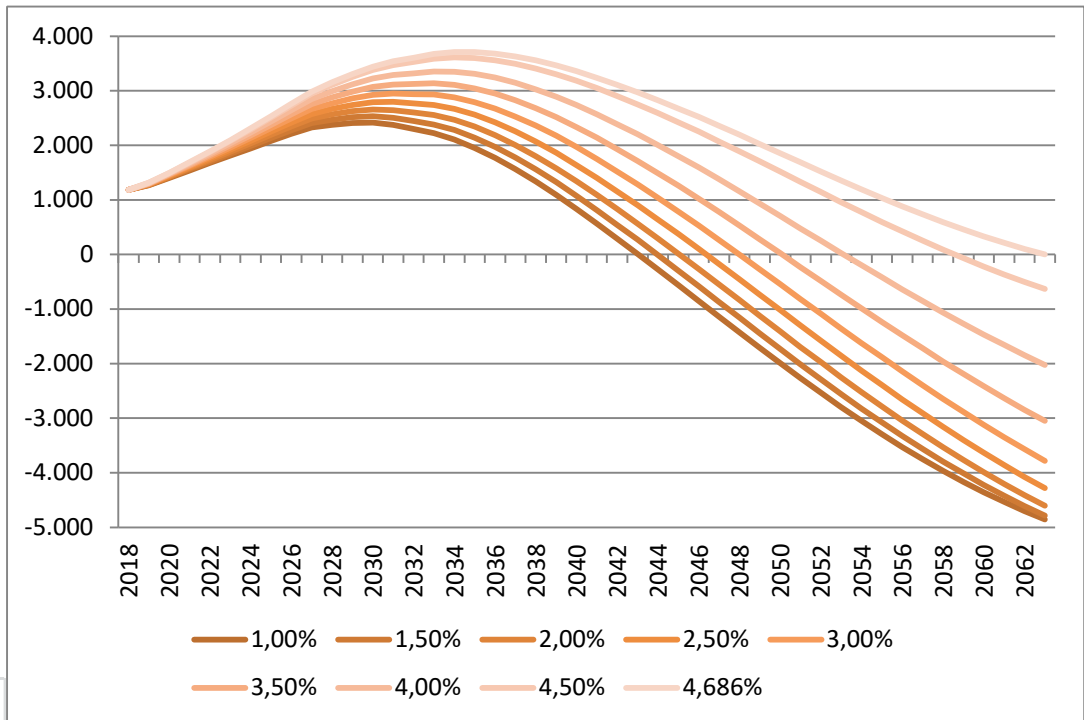
Come si può vedere nei due grafici seguenti, nella proiezione a 50 anni il patrimonio del Fondo a gruppo chiuso rimane positivo per un numero di anni variabile in funzione del rendimento ipotizzato, ma almeno per i prossimi 24 anni assumendo un tasso di rendimento pari a 1%.

6 Studio Attuariale Orrù & Associati, Bilancio Tecnico Attuariale al 31.12.2013 del Fondo Pensioni Sicilia

7 BTA, pag. 43

8 BTA, pag. 52

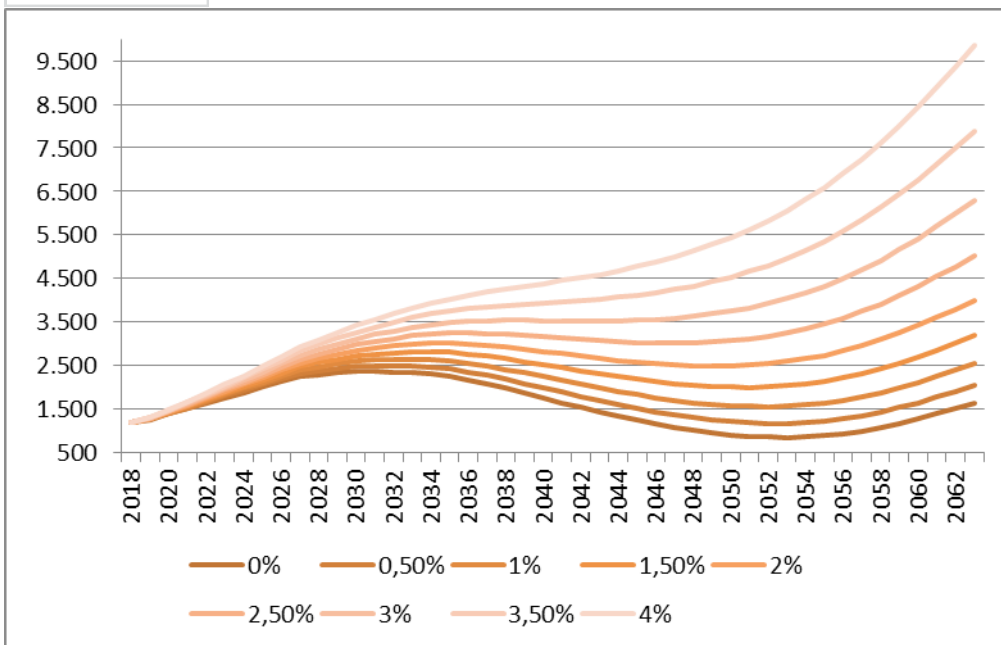
Il patrimonio è sempre positivo solo con un tasso di rendimento superiore al 4,5%.



**Gruppo chiuso**

Nel caso del un gruppo aperto il patrimonio del Fondo risulta sempre positivo anche con un tasso di rendimento pari a 0%

**Gruppo aperto**



#### 4. Situazione attuale del patrimonio

A fine giugno 2019 il patrimonio del Fondo era impiegato in due modi:

- Investimento diretto in titoli di Stato italiani, per circa 412 mln di euro;
- Liquidità, per 846,7 mln di euro.

Il portafoglio gestito direttamente ha una duration di 4,04 anni e una durata media a scadenza di 4,31 anni. Il rendimento medio a scadenza era pari a 1,14%. Questo valore medio è abbassato dalla presenza in portafoglio, per 121,6 mln di valore nominale, di due Btp con scadenza nell'anno 2021 che hanno un rendimento inferiore allo 0,50%.

Titolo	Valore nominale	Scadenza (anni)	Duration (anni)	Controvalore	Peso %	Rendimento a scadenza
BTPS 0 ¼ 11/20/23	37.000.000	4,38	4,32	36.226.005	8,8%	1,71%
BTPS 0.35 11/01/21	29.600.000	2,33	2,32	29.686.890	7,2%	0,25%
BTPS 0.4 04/11/24	120.000.000	4,77	4,68	117.405.041	28,5%	1,83%
BTPS 2.45 10/01/23	29.500.000	4,25	4,02	31.570.572	7,7%	0,91%
BTPS 3 ¾ 08/01/21	92.000.000	2,08	1,99	100.162.239	24,3%	0,23%
BTPS 4 ½ 03/01/26	80.000.000	6,66	5,80	97.121.890	23,6%	1,37%
<b>Portafoglio</b>		<b>4,31</b>	<b>4,04</b>	<b>412.172.637</b>	<b>100,0%</b>	<b>1,14%</b>

Si precisa che fino a giugno 2019 la parte prevalente del patrimonio è stata impiegata in polizze di capitalizzazione emesse da UnipolSAI, scadute nel mese di marzo dello stesso anno e ora integralmente rimborsate.

#### 5. Quadro di mercato – Rendimenti passati e attesi

La fase preliminare nella definizione dell'Asset Allocation Strategica è l'identificazione del cosiddetto «universo investibile», cioè degli strumenti finanziari nei quali potrà venire impiegato l'attivo, e dei rendimenti e dei rischi associati a questi strumenti.

##### 5.1. Rendimenti storici – Lungo termine

Nella definizione del rendimento a lungo termine ottenibile dagli investimenti finanziari ci si basa sui cosiddetti «premi per il rischio» storici offerti da ciascuna asset class rispetto alla liquidità o all'inflazione.

Come si può vedere dalla tavola seguente, nel corso degli ultimi 120 anni le azioni mondiali, obbligazioni e liquidità hanno avuto un rendimento reale, cioè al netto del tasso d'inflazione, rispettivamente del 5%, 2% e 1% circa.<sup>9</sup>

9 Dimson E., Marsh P., Staunton M. (2002) *Triumph of the Optimists – 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press. L'aggiornamento annuale a cura degli stessi autori è nella pubblicazione Credit Suisse – Global Investment Returns Yearbook.

## Rendimenti reali composti annui

	Azioni			Obbligazioni			Liquidità		
	1900 - 2018	1969 - 2018	2000-2018	1900 - 2018	1969 - 2018	2000-2018	1900 - 2018	1969 - 2018	2000-2018
Mondo	5,0%	4,7%	2,1%	1,9%	4,4%	4,6%	0,8%	0,7%	-0,5%
Europa	4,2%	5,0%	1,5%	1,2%	5,0%	5,3%	0,8%	0,7%	-0,5%
Giappone	4,1%	3,9%	0,8%	-0,8%	3,7%	3,7%	-1,8%	0,2%	0,0%
Regno Unito	5,4%	5,5%	2,0%	1,8%	4,2%	4,1%	1,0%	1,7%	0,4%
Stati Uniti	6,4%	5,3%	2,9%	1,9%	3,7%	4,6%	0,8%	0,7%	-0,5%
Svizzera	4,4%	4,8%	3,1%	2,3%	3,0%	4,3%	0,7%	0,4%	0,2%

Fonte: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019

Nel primi 18 anni del XXI° secolo le obbligazioni hanno beneficiato del calo generalizzato di inflazione e dei tassi d'interesse; le azioni hanno subito la crisi del 2008 mentre il rendimento della liquidità è stato compresso dalle politiche di «quantitative easing». I rendimenti reali sono stati perciò rispettivamente del 2% per le azioni, del 5% per le obbligazioni e del -0,5% per la liquidità.

Questi dati sono confermati da altre ricerche, riferite a periodi più lunghi<sup>10</sup> o al solo dopoguerra<sup>11</sup>. Queste due analisi comprendono anche l'investimento in immobili e ne emerge che, a livello globale, questa asset class ha avuto rendimenti assimilabili a quelli delle azioni.

L'autorità di Vigilanza dei fondi pensione, Covip ha fatto propri gli andamenti di lungo periodo dei mercati finanziari, fissando rispettivamente nel 4% e nel 2%, i livelli di rendimento reale di azioni e obbligazioni che i fondi pensione devono utilizzare nel prospettare agli aderenti i benefici ottenibili dalla partecipazione alla previdenza integrativa.

### 5.2. Rendimenti storici – Medio termine

Limitandoci a considerare il solo periodo di esistenza dell'euro, i dati relativi agli ultimi 20 anni confermano rendimenti elevati per tutte le attività, anche se diversi dalla media di lungo periodo, e superiori per obbligazioni e titoli di Stato e inferiori per le azioni.

In tutti i settori sono state premiate le componenti più rischiose, come obbligazioni non investment grade («High yield»), obbligazioni e azioni di paesi emergenti e azioni a piccola capitalizzazione dei mercati sviluppati.

Da notare, inoltre, i benefici della diversificazione internazionale:

- le obbligazioni IG globali con rischio di cambio chiuso hanno avuto una volatilità inferiore di un punto percentuale a quella dei titoli di Stato dell'area euro e di due punti inferiore a quella dei titoli di Stato italiani;
- le azioni globali, con cambio chiuso o aperto, hanno avuto una volatilità di oltre tre punti inferiore a quella delle azioni dell'area euro.

10 Jordà O., Knoll K., Kuvshinov D., Schularick M., Taylor A.M. (2017) «The rate of return of everything, 1870 – 2015»

11 Doeswijk R., Lam T., Swinkels L. (2017) «Historical returns of the market portfolio – 1960-2015»

Asset Class	Periodo di rilevazione		Periodo di rilevazione		Var. Rendimento	Var. Volatilità
	31/12/1998	30/04/2019	30/04/2014	30/04/2019		
	Rendimento storico	Dev standard	Rendimento storico	Dev standard		
Liquidità euro	1,83%	0,57%	-0,20%	0,46%	-2,03%	-0,11%
Titoli di Stato euro IG 1-3 anni	2,68%	1,40%	0,32%	0,57%	-2,36%	-0,83%
Titoli di Stato euro IG 1-5 anni	3,11%	1,89%	0,81%	1,00%	-2,30%	-0,88%
Titoli di Stato euro IG	4,46%	3,86%	3,32%	3,99%	-1,13%	0,13%
Titoli di Stato Italia	4,33%	4,84%	2,82%	5,37%	-1,51%	0,53%
Titoli di Stato euro Inflation Linked	4,45%	4,98%	2,41%	4,11%	-2,04%	-0,87%
Obbligazioni corporate IG euro	4,28%	3,23%	2,83%	2,43%	-1,46%	-0,80%
Obbligazioni corporate HY euro	6,16%	11,46%	4,13%	4,33%	-2,03%	-7,13%
Obbligazioni corporate HY rating minimo BB-B euro	6,80%	9,86%	4,29%	4,09%	-2,51%	-5,77%
Leveraged Loans - Europa	3,94%	5,97%	4,04%	2,13%	0,10%	-3,84%
Titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate IG euro hedged	3,98%	2,78%	1,97%	2,61%	-2,02%	-0,16%
Titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate HY euro hedged	7,09%	8,28%	3,36%	4,51%	-3,73%	-3,77%
Obbligazioni convertibili globali euro hedged (dal 31.12.1999)	5,64%	8,61%	6,49%	6,08%	0,84%	-2,53%
Titoli di Stato Mercati Emergenti HC euro hedged	7,94%	8,03%	3,16%	4,94%	-4,78%	-3,10%
Titoli di Stato Mercati Emergenti HC	9,01%	9,30%	8,10%	6,93%	-0,92%	-2,37%
Titoli di Stato Mercati Emergenti LC (dal 31.12.2015)	4,90%	7,39%	6,51%	6,94%	1,61%	-0,45%
Azioni Euro	5,00%	17,44%	6,64%	13,65%	1,64%	-3,79%
Azioni Europa	5,19%	15,02%	6,24%	12,31%	1,06%	-2,70%
Azioni mondo ex Euro	6,50%	14,22%	12,82%	12,04%	6,32%	-2,18%
Azioni mondiali	6,25%	14,21%	12,05%	11,95%	5,80%	-2,26%
Azioni mondiali euro hedged	5,19%	13,79%	8,02%	10,47%	2,83%	-3,32%
Azioni Europa small cap	10,28%	17,06%	9,49%	11,76%	-0,79%	-5,30%
Azioni globali small cap	10,44%	16,44%	12,01%	13,86%	1,57%	-2,58%
Azioni Mercati Emergenti	10,92%	20,05%	9,10%	13,31%	-1,82%	-6,74%

Se si restringe il campo di osservazione agli ultimi 5 anni si notano due importanti differenze rispetto all'intero periodo:

- la riduzione del rendimento delle obbligazioni, causata principalmente dalle politiche monetarie seguite alla crisi del 2008;
- il miglioramento dei rendimenti delle azioni, perché l'intervallo temporale non comprende le fasi di crollo dei mercati quali 2000/2002 e 2007/2009;
- la diminuzione generalizzata della volatilità, che può indurre a sottostimare il rischio di portafoglio se lo si misura su un orizzonte breve.

### 5.3. Rendimenti totali attesi

Dal 2013 EIC consulting (società che al momento della redazione del presente documento fornisce al Fondo Pensioni servizi di investment advisory) organizza trimestralmente un sondaggio fra i gestori finanziari più vicini al mondo degli investitori istituzionali italiani, nel quale vengono raccolte previsioni puntuali (ma anonime) di rendimento composto annuo su diversi orizzonti temporali (1, 3, 5 e 10 anni).

Al sondaggio del 31 marzo 2019 hanno partecipato 58 società di gestione, delle quali 47 estere, fornendo 2.925 previsioni puntuali.

Come si può vedere dalla tavola seguente, i rendimenti attesi su tutte le asset class, ma soprattutto su quelle obbligazionarie, sono eccezionalmente bassi o addirittura negativi, perché al rendimento a scadenza basso o addirittura negativo si somma l'attesa di una perdita in conto capitale prodotta dal rialzo, in futuro, dei rendimenti.



Asset Class	Rendimento atteso stimato su un orizzonte di anni							
	1	#	3	#	5	#	10	#
Liquidità euro	-0,29%	29	0,00%	26	0,42%	20	0,63%	21
T titoli di Stato euro IG 1-3 anni								
T titoli di Stato euro IG 1-5 anni	-0,28%	14	-0,28%	12	0,20%	4	0,77%	5
T titoli di Stato euro IG	-0,80%	21	-0,14%	20	0,60%	18	1,00%	17
T titoli di Stato Italia	1,44%	20	1,22%	21	1,99%	14	2,25%	11
T titoli di Stato euro Inflation Linked	-0,27%	12	0,40%	16	1,00%	11	1,13%	12
Obbligazioni corporate IG euro	0,00%	28	0,50%	27	1,00%	24	1,66%	22
Obbligazioni corporate HY euro	0,80%	27	1,37%	26	2,65%	22	3,10%	18
Obbligazioni corporate HY rating minimo BB-B euro								
Leveraged Loans - Europa								
T titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate IG euro hedged	0,75%	15	0,99%	15	1,05%	11	1,63%	13
T titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate HY euro hedged	1,00%	17	1,75%	18	3,17%	13	2,80%	13
Obbligazioni convertibili globali euro hedged (dal 31.12.1999)	1,20%	10	2,49%	8	2,75%	7	2,50%	5
T titoli di Stato Mercati Emergenti HC euro hedged	3,00%	23	3,31%	20	3,06%	20	3,95%	17
T titoli di Stato Mercati Emergenti HC								
T titoli di Stato Mercati Emergenti LC (dal 31.12.2005)	2,33%	19	3,50%	18	3,95%	18	3,63%	14
Azioni Euro	4,75%	28	5,00%	25	5,82%	25	6,00%	20
Azioni Europa	4,00%	28	4,35%	20	5,10%	20	6,00%	17
Azioni mondo ex Euro								
Azioni mondiali	5,00%	24	5,59%	23	5,75%	24	6,28%	19
Azioni mondiali euro hedged	4,00%	24	4,59%	23	4,75%	24	5,28%	19
Azioni Europa small cap								
Azioni globali small cap	4,15%	10	6,00%	11	7,00%	9	7,50%	10
Azioni Mercati Emergenti	7,00%	31	6,72%	23	7,11%	27	7,43%	21
Inflazione attesa area euro (Sondaggio EIC)	1,40%	27	1,60%	21	1,73%	16	1,60%	10
Inflazione attesa area euro (tassi swap - EUSWI 1, 3, 5, 10 ANNI)	0,76%		0,92%		1,00%		1,17%	

# Numero previsioni

Come si può vedere dalla tavola seguente, al netto dell'inflazione attesa i rendimenti sono ancora più bassi.

Asset class	Rendimento atteso totale reale annualizzato a							
	1 anno		3 anni		5 anni		10 anni	
	μ	Mediana	μ	Mediana	μ	Mediana	μ	Mediana
Cash - Euro	-1,66%	-1,69%	-1,50%	-1,60%	-1,28%	-1,31%	-0,79%	-0,97%
Bond - Euro - Government - Core AAA - 10 yr	-3,28%	-2,90%	-2,93%	-2,80%	-2,46%	-2,62%	-1,45%	-1,58%
Bond - Euro - Government - IG All mat	-2,42%	-2,20%	-2,19%	-1,74%	-1,34%	-1,13%	-0,57%	-0,60%
Bond - Euro - Government - Italy All mat	-0,48%	0,04%	-1,22%	-0,38%	0,12%	0,26%	0,97%	0,65%
Bond - Euro - Inflation linked	-1,70%	-1,67%	-1,48%	-1,20%	-1,15%	-0,73%	-0,59%	-0,47%
Bond - Euro - Corporate IG	-1,63%	-1,40%	-1,38%	-1,10%	-0,64%	-0,73%	-0,03%	0,06%
Bond - Euro - Corporate High Yield	-0,50%	-0,60%	0,15%	-0,23%	0,96%	0,93%	1,75%	1,50%
Bond - Global - Aggregate IG	-1,30%	-0,65%	-0,40%	-0,61%	-0,53%	-0,68%	-0,03%	0,03%
Bond - Global - Corporate High Yield	-0,47%	-0,40%	0,40%	0,15%	1,52%	1,45%	1,95%	1,20%
Equity - Euro	3,18%	3,35%	2,71%	3,40%	4,26%	4,10%	4,32%	4,40%
Equity - Europe	3,30%	2,60%	2,34%	2,75%	3,84%	3,38%	4,35%	4,40%
Equity - Global - Developed	2,72%	2,60%	2,64%	2,99%	3,10%	3,03%	3,58%	3,68%
Bond - Global - Emerging markets - Local Currency	1,75%	0,93%	1,63%	1,90%	2,18%	2,23%	2,36%	2,03%
Bond - Global - Emerging markets - Hard Currency	1,45%	1,60%	1,61%	1,71%	1,65%	1,33%	2,39%	2,35%
Equity - Global - Emerging Markets	4,56%	4,60%	4,14%	3,40%	4,96%	4,38%	5,21%	4,83%
Inflation rate - Euro area	1,65%	1,70%	1,75%	1,80%	1,68%	1,69%	0,23%	1,71%

Mentre tutti i mercati azionari offrono rendimenti attesi reali positivi, in ambito obbligazionario questo si verifica solo per i titoli di Stato italiani, per le obbligazioni high yield e dei mercati emergenti.

#### 5.4. Rendimenti a scadenza delle obbligazioni e titoli di Stato “investment grade”

Come si può vedere dalla tabella sottostante, i rendimenti a scadenza degli indici obbligazionari europei con rating investment grade sono attualmente tutti inferiori al 2%

Gli indici «Titoli di Stato area euro», «Titoli di Stato Italia» e «Obbligazioni corporate investment grade area euro» sono composti da tutte le emissioni senza distinzione di rating e di scadenza e contengono in genere titoli con una durata residua superiore a 1 anno.

Ticker Bloomberg	Indice	Duration (anni)	Rendimento a scadenza	Premio
EG00	Titoli di Stato area euro	8,24	0,18%	
EG09	Titoli di Stato area euro (solo scadenze > 10 anni)	15,77	0,89%	0,71%
GJ10	Titoli di Stato Italia	6,39	1,17%	
G910	Titoli di Stato Italia (solo scadenze > 10 anni)	13,05	2,34%	1,17%
ER00	Obbligazioni corporate investment grade area euro	5,16	0,50%	
ER09	Obbligazioni corporate investment grade area euro (solo scadenze > 10 anni)	11,9	1,16%	0,66%
ER40	Obbligazioni corporate rating BBB area euro	5,02	0,78%	
ER49	Obbligazioni corporate rating BBB area euro (solo scadenze > 10 anni)	11,43	1,52%	0,74%

Dati al 3 luglio 2019

L'indice «Obbligazioni corporate rating BBB area euro» contiene emissioni con rating BBB, in linea con quello dell'Italia.

Considerando solo le emissioni con vita residua superiore ai 10 anni – più compatibili con l'orizzonte temporale del Fondo –, i rendimenti sono sempre maggiori, in misura compresa fra circa 70 pb per tutti gli indici e 117 pb per l'Italia

Se si escludono l'Italia e l'indice corporate BBB, però, tutti i rendimenti a scadenza sono inferiori all'inflazione attesa a 10 anni.

#### 6. La politica di investimento degli enti previdenziali in Italia e nel mondo

Come abbiamo già notato, il regolamento di organizzazione (D.Pres. 14/2009) pone vincoli molto stretti agli investimenti del Fondo Pensioni. E' perciò utile valutare l'attualità e l'opportunità di questa regolamentazione con un confronto con le normative e pratiche d'investimento di altri operatori previdenziali.

Qui di seguito esaminiamo brevemente:

- la normativa che disciplina l'investimento dei fondi pensione negoziali italiani e l'asset allocation dei diversi comparti;
- il comportamento d'investimento degli enti previdenziali di base italiani (le «Casse di previdenza»);
- dati aggregati sugli investimenti dei più grandi fondi pensione esteri.

Si tratta di un panorama eterogeneo, perché i fondi pensione negoziali italiani sono a «contribuzione definita» (non c'è promessa di prestazione pensionistica e il rischio dell'investimento è in capo all'iscritto), le casse di previdenza sono a «prestazione definita» (c'è una promessa di prestazione pensionistica e il rischio dell'investimento è in capo all'ente), come il Fondo Pensioni Sicilia, e i più grandi fondi pensione esteri appartengono, a seconda dei paesi, a una o all'altra categoria.

L'esame di questi dati mette in luce come l'asset allocation imposta dalla legge regionale al Fondo Pensioni sia molto limitativa rispetto al panorama della previdenza in Italia e all'estero.

Gli investimenti dei **fondi negoziali italiani** sono regolati da una normativa molto articolata ed in continua evoluzione, ma le tre fonti principali in materia di politica di investimento sono:

- il Decreto Legislativo 5 dicembre 2005 n. 252 (Disciplina delle forme pensionistiche complementari);
- la Deliberazione Covip del 16 marzo 2012 (Funzione Finanza e Documento sulla Politica di

- Investimento);
- il Decreto Ministeriale 2 settembre 2014, n. 166 (Criteri e limiti di investimento dei fondi pensione).

I fondi pensione negoziali italiani godono di ampia libertà d'investimento e la condizione principale che devono soddisfare è che l'asset allocation scelta sia coerente con il profilo di rischio della popolazione e con gli obiettivi assegnati alla previdenza integrativa in termini di tasso di sostituzione dell'ultima retribuzione.

I limiti quantitativi imposti dalla legge sono pochi:

- Max 30% di esposizione al rischio valutario;
- Max 5% di investimento in strumenti finanziari connessi a materie prime;
- Max 20% di investimento in fondi chiusi («fondi d'investimento alternativo» o FIA) e max 25% del patrimonio di ciascun FIA;
- L'investimento in OICR aperti è consentito, ma solo all'interno di mandati di gestione.

Sono vietate le vendite allo scoperto e la leva finanziaria, ma sono consentite operazioni di pronti contro termine, prestito titoli e l'utilizzo di derivati, ma ai soli fini di "riduzione del rischio di investimento o di efficiente gestione".

Il fondo pensione negoziale può effettuare gli investimenti in quattro modi:

- Tramite mandati di gestione, da affidare a operatori vigilati seguendo una procedura di selezione definita dalla Covip nel 1999;
- Tramite mandati a gestori di Fondi d'investimento alternativi;
- Sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società di investimento immobiliare o fondi immobiliari;
- Sottoscrizione e acquisizione di quote di fondi comuni d'investimento mobiliare chiusi.

Più che ai singoli limiti il legislatore ha dato peso all'assetto organizzativo, alle procedure e alla definizione della politica d'investimento, che deve essere documentata in un apposito documento (il "Documento sulla politica di investimento").

Fino ad oggi l'unico presidio organizzativo specifico agli investimenti era la Funzione Finanza, di cui tutti i fondi hanno dovuto dotarsi dopo la deliberazione del 2012.

Con il recepimento nella normativa italiana della direttiva europea 2016/2341 ("IORP II") i fondi pensione dovranno costituire la «funzione fondamentale» di gestione del rischio.

Gli **enti previdenziali di base** hanno, nel corso degli ultimi anni, diversificato fortemente i loro portafogli a favore di azioni e obbligazioni estere e investimenti in fondi chiusi.

In particolare, titoli di Stato e obbligazioni estere rappresentano il 12,2% del patrimonio e, con ogni probabilità, obbligazioni estere sono detenute anche tramite gli OICR obbligazionari (10,4%).

Le azioni rappresentano il 16,5%<sup>12</sup>.

L'investimento immobiliare è in larga misura l'eredità degli anni passati nei quali costituiva, insieme ai titoli di Stato, il principale impiego del patrimonio.

Il Decreto Legge 98/2011, che ha sottoposto gli enti previdenziali privati di base alla vigilanza della Covip, prevedeva la successiva emanazione di una regolamentazione in materia di investimenti, conflitti d'interesse e depositario.

Ad oggi la normativa non è stata ancora emanata. Nel 2014 il MEF ha diffuso una bozza per consultazione di cui sintetizziamo i contenuti.

- Gli Enti investono le proprie disponibilità complessive in misura prevalente in strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati;
- L'investimento in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi (FIA),

12 Covip, Relazione per l'anno 2017

compresi i fondi chiusi, è mantenuto a livelli prudenziali, è complessivamente contenuto entro il limite del 30 per cento del totale delle disponibilità complessive dell'Ente ed è adeguatamente motivato in relazione alle proprie caratteristiche e a quelle della politica di investimento che intende adottare;

- Gli Enti, tenuto conto anche dell'esposizione realizzata tramite derivati, non investono più del 5 per cento delle loro disponibilità complessive in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto e non più del 10 per cento in strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti a un unico gruppo;
- Gli investimenti diretti in beni immobili e diritti reali immobiliari devono essere contenuti entro il limite del 20 per cento del patrimonio dell'Ente.

La norma non pone vincoli di peso relativo ne' fra azioni ed obbligazioni, ne' fra attività italiane ed estere.

La mancanza di una normativa di riferimento fa sì che la composizione per asset class del patrimonio sia molto diversa da Ente ad Ente.

La dispersione è molto elevata soprattutto negli investimenti immobiliari. Su questa voce pesa «l'eredità storica che, per gli Enti di cui al decreto lgs. 509/1994, era costituita dai pregressi obblighi di predisposizione dei piani di impiego dei fondi disponibili, con i conseguenti vincoli alla destinazione immobiliare di una quota del patrimonio» (Covip, Relazione per l'anno 2017, pag. 196).

Nel corso degli ultimi anni gli enti previdenziali di base hanno diversificato verso l'estero tutti i loro investimenti ad eccezione di quelli immobiliari, in coerenza con quanto fatto dai fondi pensione negoziali e preesistenti.

A fine 2017 l'asset allocation dei **principali fondi pensione a livello globale** dedicava il 40% alle azioni, il 31% alle obbligazioni e il 26% ad investimenti alternativi<sup>13</sup>.

In 20 anni il peso delle azioni è sceso di circa 20 punti percentuali, a favore degli investimenti alternativi (che presentano comunque una elevata esposizione al rischio azionario).

All'interno degli investimenti alternativi il settore immobiliare continua ad essere prevalente, seguito dal private equity, dagli hedge funds e dagli investimenti in infrastrutture<sup>14</sup>.

Le differenze di allocazione fra i fondi pensione nel mondo sono ampie sia per la diversità sia delle forme pensionistiche (a prestazione o a contribuzione definita) sia delle legislazioni nazionali in materia.

In conclusione, l'investimento in azioni e obbligazioni globali, anche con merito di credito inferiore al "investment grade" e in strumenti "alternativi illiquidi" è diffuso. In particolare nel corso degli ultimi anni è aumentato il peso degli investimenti alternativi per migliorare il rendimento atteso dei patrimoni in un contesto di rendimenti di mercato bassi.

## 7. Opportunità di investimento

Come già detto, l'universo investibile del Fondo, stando alla normativa attuale, è limitato al mondo degli strumenti di debito.

La componente "prevalente" deve essere impiegata in obbligazioni e titoli di Stato emessi in euro da emittenti europei con rating "Investment grade" o in immobili.

La componente "non prevalente" deve sempre essere investita in obbligazioni e titoli di Stato ma senza alcun vincolo di rating, area geografica dell'emittente e valuta di denominazione. Riteniamo che all'interno della componente "non prevalente" si possano includere fondi chiusi che investono in strumenti di credito non quotati ed obbligazioni convertibili.

Riassumiamo qui di seguito le tipologie d'investimento consentite al Fondo.

In misura "prevalente":

- *titoli obbligazionari emessi in euro dallo Stato o dalla Regione ovvero garantiti da tali Enti;*
- *titoli obbligazionari non strutturati emessi in euro da emittenti europei con rating non inferiore a quello dello Stato italiano;*

13 Willis Tower Watson *Global pension asset study 2019* - Fondi pensione di Australia, Canada, Giappone, Olanda, Svizzera, Regno Unito, Stati Uniti. Totale asset 36.555 mln di dollari, pari all' 84% di tutti gli asset pensionistici coperti dallo studio. I fondi a prestazione definite costituiscono il 50% del totale.

14 Willis Tower Watson *Global Alternatives Survey 2017*

- *beni immobili da cedere in locazione destinandoli, preferibilmente, a sedi di uffici di enti pubblici o a servizi di istituto del “Fondo”.*

In misura “non prevalente”:

- titoli di Stato ed obbligazioni con rating “investment grade” emessi in valute diverse dall'euro o in euro da emittenti non europei;
- titoli di Stato ed obbligazioni con rating “non investment grade” emessi in euro o valute diverse dall'euro;
- obbligazioni convertibili;
- fondi chiusi di credito.

## **8. Modalità di investimento**

Illustriamo qui di seguito le modalità con le quali il Fondo procederà all'investimento del patrimonio nel triennio di riferimento:

### **8.1. Investimento diretto di titoli**

La modalità è quella attualmente utilizzata per i titoli di Stato italiani. Nella prospettiva di un graduale passaggio a gestioni delegate o indirette la componente assumerà caratteristiche residuali e funzionali alla gestione della tesoreria del Fondo.

### **8.2. Delega di gestione**

Le gestioni patrimoniali sono forme di investimento che permettono al risparmiatore di affidare, tramite un mandato, l'investimento del proprio patrimonio a un gestore (SGR, SIM e banche autorizzate a prestare questo servizio). A differenza dei fondi comuni, la gestione patrimoniale non viene effettuata “in monte” ma separatamente per ogni cliente del gestore<sup>15</sup>. Il Fondo stipula con un gestore autorizzato una convenzione di gestione<sup>16</sup>.

Il mandato di gestione è molto flessibile e può essere adattato alle esigenze dell'investitore.

Il Fondo potrà, in funzione delle esigenze specifiche di ciascuna componente di portafoglio, stipulare tre tipi di mandato di gestione.

- Mandato di gestione “a benchmark” – Con questo tipo di mandato il risultato prodotto dal gestore viene messo a confronto con il rendimento di un indice, o composizione di indici di mercato (benchmark) e il rischio assunto viene misurato in termini relativi rispetto a quello del benchmark. E' adottato per tutte le asset class, sia azionarie sia obbligazionarie.
- Mandato di gestione “a rendimento assoluto” – Con questo tipo di mandato il risultato prodotto dal gestore viene messo a confronto con il rendimento di un indice di mercato monetario, sostanzialmente privo di volatilità, maggiorato di uno spread. Al gestore viene assegnato un limite di rischio assoluto (volatilità passata dei rendimenti) e un universo investibile all'interno del quale può muoversi liberamente. Data la natura dell'obiettivo di rendimento il gestore è spinto a un controllo particolare delle perdite. E' adottato soprattutto nell'ambito di portafogli bilanciati.

<sup>15</sup> <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,396,0,49.html/gestioni-patrimoniali>

<sup>16</sup> Convenzione di gestione (o Mandato di gestione): Atto scritto tra il fondo pensione e il gestore delle risorse finanziarie, che definisce le modalità di gestione delle stesse da parte del gestore in accordo con le direttive impartite dal fondo pensione (Covip, Relazione per l'anno 2018, Glossario)

- Mandato di gestione «target date» - In questo mandato il gestore acquista un portafoglio di titoli obbligazionari con durata simile a quella dell'orizzonte temporale dell'investitore in modo che, al termine del mandato, il portafoglio sia liquido o con pochi mesi di scadenza. L'attività del gestore è limitata alla gestione dei flussi di cassa (cedole, rimborsi anticipati), dei casi di downgrading di emittenti e di eventuali arbitraggi («buy and watch»). Il mandato ha caratteristiche simili alla costituzione di un portafoglio di titoli obbligazionari immobilizzato.

### **8.3. Investimento diretto in fondi chiusi di credito**

Nell'investimento in fondi chiusi il gestore costruisce un portafoglio di attività – normalmente non quotate e perciò illiquide – e lo detiene fino alla scadenza o rimborso, nel caso di strumenti di debito (“private debt” e “direct lending”), o alla cessione sul mercato nel caso di strumenti azionari (real estate, infrastructure equity e private equity).

La dinamica dei flussi di un fondo chiuso fa sì che nei primi anni di vita il gestore chiede all'investitore le somme necessarie a compiere gli investimenti e le restituisce man mano che le operazioni si concludono fino ad esaurimento.

I fondi chiusi hanno una durata prefissata (da 5/7 anni per i fondi di debito industriale fino a 20 per i fondi di debito o azioni di infrastrutture) con possibilità di prolungamento per un certo numero di anni.

I fondi chiusi di credito offrono un premio di rendimento per l'illiquidità e hanno politiche d'investimento che spaziano in tutto lo spettro dei rating e delle posizioni nel passivo delle società finanziate, e perciò appaiono coerenti con i limiti d'investimento attuali del Fondo Sicilia.

### **8.4. Polizza di capitalizzazione**

Si tratta di polizze del ramo vita V del Codice delle assicurazioni private, che offrono forme di assicurazione finanziaria non dipendente dalla vita umana e che prevedono il pagamento di un capitale alla scadenza del contratto (“capitalizzazione”).

Il Fondo ha avuto un investimento importante in questi strumenti fino al mese di giugno di quest'anno.

I vantaggi offerti sono due:

- valutazione al costo storico e perciò non soffrono le oscillazioni di valore dovute alla valutazione a prezzi di mercato;
- garanzia di rimborso del capitale più un rendimento minimo garantito che in passato era anche superiore al 2%.

La prima caratteristica è meno importante per il Fondo che per altri operatori, perché anche il Fondo ha una politica di contabilizzazione degli investimenti a costo storico. Il secondo vantaggio si è ridotto negli ultimi anni fino ad azzerarsi, tanto che nella proposta di rinnovo del contratto il livello del rendimento minimo garantito era stato posto a 0,15%.

Va inoltre osservato che le polizze di capitalizzazione emesse da primarie compagnie come UnipolSAI o altre hanno costi di gestione elevati (da 0,80% a oltre 1%), caricamenti iniziali e penali di uscita che riducono ulteriormente il rendimento netto per l'investitore. Considerando che l'investimento sottostante è costituito da titoli di Stato italiani con scadenza medio lunga, si ritiene che per il Fondo sia più conveniente costituire questa componente con un investimento diretto o tramite un mandato di gestione.

### **8.5. Investimento diretto in immobili o fondi immobiliari**

Il D.Pres. 14/2009 prevede che il Fondo possa investire in immobili o fondi immobiliari, senza indicazione di limiti di peso sul totale del patrimonio.

E' previsto inoltre dalla l.r. 8/2017 (recentemente modificata dalla l.r. 1/2019)<sup>17</sup> che la Regione ceda al Fondo

<sup>17</sup> L.r. 8/2017, art. 7 comma 3: Il Fondo pensioni dei dipendenti della Regione siciliana è autorizzato all'acquisto entro il 30 giugno 2019 del cento per cento delle quote del Fondo di cui all'articolo 9 della legge regionale 28 dicembre 2004, n. 17 e

la quota di sua competenza del Fondo Immobiliare Pubblico Regione Siciliana (FIPRS).

Ricordiamo che l'art. 9 c. 4 dello Schema di Decreto limita il peso degli investimenti diretti in immobili al 20 per cento del patrimonio dell'Ente.

Inoltre, *“Le operazioni di acquisto e vendita immobiliare, nonché di reimpiego delle somme derivanti da dette operazioni, devono essere coerenti con i suddetti piani di impiego ed inserite nei piani triennali di investimento del patrimonio immobiliare redatti secondo la tempistica e le modalità previste dal decreto del 10 novembre 2010 del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro del lavoro e delle politiche sociali”<sup>18</sup>.*

## 9. Metodi di selezione

Il Fondo seguirà, per quanto compatibile con la normativa sugli acquisti di servizi degli enti pubblici, la procedura di selezione definita dalla Covip per i fondi pensione negoziali nel dicembre 1999<sup>19</sup> e le indicazioni contenute nello Schema di Decreto<sup>20</sup> che qui di seguito si riportano.

1. *In caso di gestione effettuata in modalità convenzionata, gli Enti adottano un processo di selezione dei gestori che garantisce la trasparenza e la competitività del procedimento secondo criteri di proporzionalità rispetto agli obiettivi perseguiti, assicurando la coerenza tra obiettivi e modalità gestionali, decisi preventivamente dagli amministratori, e i criteri di scelta dei gestori. I competenti organi di amministrazione degli Enti richiedono offerte contrattuali, per ogni tipologia di servizio. Le offerte contrattuali rivolte agli Enti sono formulate per singolo prodotto in maniera da consentire il raffronto dell'insieme delle condizioni contrattuali con riferimento a ciascuna tipologia di servizio offerto.*

2. *Le convenzioni devono in ogni caso:*

a) *contenere le linee di indirizzo dell'attività dei soggetti convenzionati nell'ambito dei criteri di individuazione e di ripartizione del rischio e le modalità con le quali possono essere modificate le linee di indirizzo medesime;*

b) *prevedere i termini e le modalità attraverso cui gli Enti esercitano la facoltà di recesso, contemplando anche la possibilità per l'Ente di rientrare in possesso del proprio patrimonio attraverso la restituzione delle attività finanziarie nelle quali risultano investite le risorse dell'Ente all'atto della comunicazione al gestore della volontà di recesso dalla convenzione;*

c) *prevedere l'attribuzione in capo all'Ente della titolarità dei diritti di voto inerenti ai valori mobiliari nei quali risultano investite le disponibilità dell'Ente medesimo.*

In linea con la prassi seguita dai fondi pensione negoziali, il Fondo seguirà, per quanto compatibile con la natura degli investimenti, analoga procedura anche nella selezione degli investimenti diretti (gestori di fondi chiusi).

## 10. Linee strategiche di investimento per il triennio 2019/2021

L'asset allocation segue i criteri previsti dall'art. 5 comma 1 dello Schema di Decreto, e cioè:

*Nella gestione delle loro disponibilità complessive gli Enti osservano i seguenti criteri generali:*

successive modifiche ed integrazioni, che assicura un rendimento netto pari ad almeno il rendimento attuale delle corrispondenti risorse finanziarie necessarie per l'acquisto aumentato del cinquanta per cento, per l'intera durata del contratto di locazione.

18 Art. 5 comma 3.

19 Covip, Deliberazione 9 dicembre 1999, "Istruzioni per il processo di selezione dei gestori delle risorse dei fondi pensione".

20 Art. 4 – [Lo schema di decreto trovasi in allegato.](#)

- a) (...) coerenza con il profilo di rischio e con la struttura temporale delle passività detenute, in modo tale da assicurare la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le passività, avendo come obiettivo l'equilibrio finanziario nonché la sicurezza, la redditività e la liquidabilità degli investimenti. In tale ambito, privilegiano gli strumenti finanziari con basso grado di rischio, anche facendo ricorso a titoli di debito emessi o garantiti da un Paese membro dell'Unione Europea, da un Paese aderente all'OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Paesi membri dell'Unione Europea;
- b) ottimizzazione della combinazione redditività-rischio del portafoglio nel suo complesso, attraverso la scelta degli strumenti migliori per qualità, liquidabilità, rendimento e livello di rischio, in coerenza con la politica di investimento adottata;
- c) adeguata diversificazione del portafoglio finalizzata a contenere la concentrazione del rischio e la dipendenza del risultato della gestione da determinati emittenti, gruppi di imprese, settori di attività e aree geografiche;
- d) efficiente gestione finalizzata a ottimizzare i risultati contenendo i costi di transazione, gestione e funzionamento in rapporto alla complessità e caratteristiche del portafoglio.

L'asset allocation strategica prevista per i prossimi anni nasce dalle seguenti considerazioni:

- investire una quota di patrimonio superiore al 60% in obbligazioni e titoli di Stato con rating "Investment grade";
- assicurare un adeguato rendimento corrente, grazie al mantenimento di una posizione in titoli di Stato italiani, ma riducendo la concentrazione attuale di rischio sul solo emittente pubblico;
- diversificare a livello internazionale una parte del portafoglio, consentendo l'investimento in emittenti non europei e con rating non "investment grade";
- inserire nel patrimonio una componente di attivi illiquidi, in grado di offrire un premio per l'illiquidità, tramite l'investimento diretto in fondi chiusi di credito.

Non è stata valutata la possibile componente immobiliare, perché ad oggi acquisti o conferimenti, per quanto previsti da leggi regionali, non sono quantificabili né nella quantità né del tempo effettivo di realizzazione. Data la natura dinamica del presente documento, l'asset allocation strategica verrà aggiornata non appena sarà nota la dimensione dei conferimenti o degli acquisti.

La tabella seguente mostra una possibile, ancorché non vincolante, ripartizione per tipologia di mandato e indica il numero di mandati/veicoli d'investimento che andrebbero selezionati per assicurare un'adeguata diversificazione del rischio gestore.

Categoria	Denominazione	Numero mandati/ fondi	Importo (euro mln)	Peso %
Euro IG	Mandato euro aggregate IG	2	275	25%
	Mandato Italia	3	500	45%
Global aggregate	Mandato obbligazionario globale total return	3	270	25%
	Fondi di credito	4	55	5%
Totale		12	1.100	

Il rendimento atteso dall'investimento è inferiore a quello necessario per assicurare l'equilibrio attuariale al Fondo nel caso di popolazione chiusa, ma, come già visto, i rendimenti nel segmento obbligazionario "investment grade" sono attualmente molto bassi, mentre i vincoli all'investimento impediscono di investire in attività con rendimento atteso più alto (azioni) o ne limitano il peso a una parte marginale (obbligazioni non investment grade).



Asset Class	Peso %	Dati storici		Rendimento atteso		Risk contribution
		31/12/1998	30/06/2019	5 anni	10 anni	
		Rendimento storico	Dev standard			
Mandato euro aggregate IG	25,0%	4,42%	3,25%	1,00%	1,20%	15%
Mandato Italia	45,0%	4,44%	4,87%	2,50%	3,00%	57%
Mandato obbligazionario globale total return	25,0%	5,05%	3,56%	2,00%	2,75%	11%
Fondi di credito	5,0%	3,91%	5,94%	5,00%	5,50%	4%
Totale	100,0%	4,579%	3,417%	2,125%	2,613%	100%

## 11. Assetto organizzativo e controlli della gestione finanziaria

La gestione finanziaria del Fondo è attualmente definita e controllata a diversi livelli.

L' Assessorato Regionale delle Autonomie Locali e della Funzione Pubblica è deputato all'azione di vigilanza e tutela del Fondo, approvandone il bilancio di previsione, le variazioni al preventivo finanziario, il rendiconto generale ed il bilancio tecnico.

Il Consiglio di amministrazione del Fondo (art.8 c. 2 lettera f del Decreto Presidenziale 23 dicembre 2009) attualmente sostituito dal Commissario Straordinario:

- d) delibera sul bilancio di previsione, sulle variazioni al preventivo finanziario, sul rendiconto generale e sul bilancio tecnico;*
- e) delibera sulle convenzioni, contratti o accordi occorrenti per l'attuazione delle finalità del "Fondo";*
- f) delibera sugli investimenti delle risorse finanziarie acquisite dal "Fondo"*

Il Consiglio di indirizzo e vigilanza del Fondo (art.9 c. 2 lettera c del Decreto Presidenziale 23 dicembre 2009):

- c) approva in via definitiva il bilancio preventivo e il conto consuntivo, nonché i piani pluriennali e i criteri generali dei piani di investimento e disinvestimento.*

Il controllo della gestione finanziaria è coordinato dal Direttore Generale del Fondo che si avvale di un'apposita articolazione interna di rango dirigenziale, il Servizio 5 "Ragioneria, programmazione economica ed investimenti", e col supporto di un servizio di advisory, in atto affidato, a seguito di procedura negoziale esperito nell'esercizio 2018 ai sensi del Decr. Lgs. 50/2016, alla società European Investment Consulting srl (EIC), con sede legale in Milano.

Il contratto di servizio in essere prevede la produzione delle seguenti analisi:

- Analisi, valutazione e contribuzione della performance finanziaria e performance attribution con cadenza mensile secondo il contenuto minimo richiesto dall'Ente;
- analisi, valutazione e contribuzione del rischio ex post, invi incluso rischio di mercato, rischio di cambio, rischio di tasso e rischio di credito, con cadenza mensile;
- analisi mensile di tipo VaR, effettuata sia a livello di portafoglio, sia a livello di singola asset class che si singolo strumento finanziario;
- analisi mensile di look through dei fondi UCIT IV detenuti dall'Ente;
- attività con frequenza mensile di Scenario Analysis previo processo di condivisione degli scenari con l'Ente;
- fornitura con cadenza bimestrale di una relazione indipendente sul quadro macroeconomico contestualizzato sia alla lettura della reportistica mensile, sia alla definizione dell'AA preventiva con

- riferimento all'universo investibile sopra definito;
- monitoraggio trimestrale della duration annuale del portafoglio obbligazionario rispetto alla duration calcolata sulle liabilities;
  - analisi di rischio e di performance mensili dedicate ai mandati di gestione e/o sistemi di gestione terzi di cui l'Ente intenderà dotarsi;
  - analisi di rischio e di performance, almeno su base trimestrale, dedicate agli strumenti illiquidi detenuti dall'Ente.

La maggiore complessità della gestione finanziaria impone al Fondo di adeguare procedure e presidi in linea con quanto previsto dallo Schema di Decreto<sup>21</sup>.

In particolare il Fondo dovrà progressivamente dotarsi di procedure e di strutture organizzative professionali e tecniche adeguate alla dimensione e alla complessità del portafoglio, alla politica di investimento che intendono adottare, ai rischi assunti nella gestione, alla modalità di gestione diretta e/o indiretta ed alla percentuale di investimenti effettuati in strumenti non negoziati nei mercati regolamentati. In tale ambito, il Fondo adotterà processi e strategie di investimento adeguati alle proprie caratteristiche e per i quali sia in grado di istituire, applicare e mantenere politiche e procedure di monitoraggio, gestione e controllo del rischio che siano congruenti e separate rispetto alle attività di investimento.

Particolare attenzione dovrà essere posta nel costituire adeguati presidi di valutazione e controllo nell'ambito degli investimenti in gestione diretta, quali immobili e fondi chiusi di credito o immobiliari.

## 12. Depositario

In linea con quanto previsto dalla normativa relativa ai fondi pensione negoziali e preesistenti e con le indicazioni dello Schema di Decreto<sup>22</sup>, il Fondo individuerà un depositario, distinto dal gestore, che abbia i requisiti di cui all'art. 38 del TUF presso il quale depositare le risorse gestite direttamente o affidate in gestione.

## 13. Conflitti d'interesse

In linea con quanto previsto dallo Schema di Decreto<sup>23</sup>, il Fondo si doterà di una politica di identificazione e gestione dei conflitti d'interesse con l'obiettivo di *“evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi degli iscritti o dei beneficiari. Sono considerati sia i conflitti relativi a soggetti interni all'Ente, sia quelli relativi a soggetti esterni al medesimo, in relazione allo svolgimento di incarichi da parte di detti soggetti per conto dell'Ente”*.

## 14. Durata e revisioni del Documento strategico

**Il presente documento ha validità triennale e deve essere oggetto di aggiornamento entro il trenta giugno di ogni anno** o ogni volta che intervengano novità nel bilancio tecnico attuariale, nella situazione dei mercati finanziari, **nel quadro normativo** e nelle opportunità d'investimento che rendano necessaria una revisione dell'asset allocation. *“I fattori considerati ai fini dell'eventuale modifica della politica di investimento sono riportati in apposita deliberazione. In un'apposita sezione del documento sono annotate le modifiche apportate nell'ultimo triennio, una sintetica descrizione delle stesse e le date in cui sono state effettuate”*<sup>24</sup>.

21 Art. 5, comma 2.

22 Art. 10.

23 Art. 11

24 Schema di Decreto, art. 7 comma 8

## Appendice

### GLOSSARIO

Il presente glossario è stato tratto dagli analoghi strumenti disponibili sui siti di Assogestioni (ASS), Borsa Italiana (BI) e Covip (CVP).

#### **Benchmark**

Parametro oggettivo di riferimento che viene utilizzato di norma per verificare i risultati della gestione, nonché come parametro per impostare le tecniche di gestione dei portafogli. È composto da uno o più indicatori finanziari di comune utilizzo individuati coerentemente alla politica di investimento adottata per il fondo/comparto. (CVP)

#### **Cartolarizzazione**

Operazione mediante la quale un insieme di diritti su attività illiquide (crediti, immobili) sono incorporati in uno strumento negoziabile. La cartolarizzazione è un'operazione finalizzata alla creazione di titoli negoziabili. Tali titoli derivano i flussi di cassa che stanno a fronte della remunerazione che essi forniscono ai sottoscrittori da un pool di attività tipicamente illiquide (prestiti, crediti commerciali, immobili). A garanzia degli investitori, tale pool di attività assume soggettività autonoma rispetto all'originario proprietario degli asset e a tale scopo le attività sono conferite a un'entità speciale appositamente creata per tale scopo (Special Purpose Vehicle, SPV). (BI)

#### **Casse di previdenza**

Vedi **Enti previdenziali di base**

#### **CLO (Collateralized Loan Obligation)**

Obbligazione garantita da collaterale nella forma di crediti originati da prestiti. Rientra nella più generale classe dei CDO, obbligazioni garantite da vari tipi di collateral. Consiste nel raggruppare una molteplicità di crediti di taglio medio-alto, concessi da istituzioni finanziarie (dette originatori), tipicamente nella forma di prestiti sindacati accordati per le esigenze di finanziamento di particolari operazioni imprenditoriali, come le operazioni di leveraged buyout da parte di manager, o di espansione per acquisizione da parte di aziende prive del capitale di rischio necessario allo scopo. I crediti vengono conferiti a un'entità finanziaria intermedia, che provvede a emettere obbligazioni per un importo corrispondente al volume dei crediti raggruppati, dopo aver preventivamente proceduto a una operazione di *tranching*. Essa consiste nella suddivisione del volume globale del credito raggruppato in parti (tranche), aventi differente priorità nel rimborso del debito. Tali obbligazioni sono usualmente collocate presso investitori istituzionali a condizioni di prezzo o di tasso evidentemente diverse, per compensare la maggior rischiosità delle tranche a bassa priorità, che sono le prime a essere colpite da eventuali insolvenze dei debitori. Gli investitori istituzionali provvedono, a loro volta, a diffondere presso il pubblico almeno una parte delle varie tranche obbligazionarie. (Treccani)

#### **Convenzione di gestione (o Mandato di gestione)**

Atto scritto tra il fondo pensione e il gestore delle risorse finanziarie (vedi **Intermediari finanziari abilitati alla gestione delle risorse dei fondi pensione**), che definisce le modalità di gestione delle stesse da parte del gestore in accordo con le direttive impartite dal fondo pensione.(CVP)

#### **Depositario**

Soggetto che ha i requisiti di cui all'art. 47 del Decreto lgs. 58/1998, presso il quale sono depositate le risorse dei fondi pensione. Esegue le istruzioni del gestore se non sono contrarie alla legge e allo Statuto/Regolamento del fondo pensione e ai criteri di investimento stabiliti nel decreto disciplinante i criteri e i limiti per gli investimenti dei fondi pensione (DM Economia 166/2014) e nel Decreto lgs. 252/2005. (CVP)

#### **Documento sulla politica di investimento**

Documento che illustra l'obiettivo finanziario della gestione, l'allocazione strategica delle attività, gli strumenti finanziari nei quali la forma pensionistica intende investire, i criteri di attuazione delle scelte di investimento, i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento, il sistema di controllo della gestione finanziaria. Il documento deve essere redatto da tutte le forme pensionistiche complementari fatta eccezione per i fondi interni costituiti come mera posta contabile nel passivo di bilancio di società ed enti e per le forme pensionistiche che hanno un numero di aderenti inferiore a 100. Deve essere predisposto in conformità alle istruzioni della COVIP.(CVP)

### **Duration (durata finanziaria)**

Costituisce un indicatore del rischio di tasso di interesse cui è sottoposto un titolo o un portafoglio obbligazionario. Nella sua versione più comune è calcolata come media ponderata delle scadenze dei pagamenti per interessi e capitale associati a un titolo obbligazionario. La *duration* modificata esprime invece la semi elasticità del prezzo di un titolo rispetto al rendimento ed è calcolata come rapporto tra la variazione percentuale del prezzo e la variazione assoluta del rendimento.(CVP)

### **Enti previdenziali privati di base**

Enti di previdenza di cui ai Decreti lgs. 509/1994 e 103/1996. Essi sono costituiti nella forma di associazione o fondazione e sono finalizzati all'erogazione di prestazioni pensionistiche, perlopiù di base, e assistenziali in favore di varie categorie di liberi professionisti, e in taluni casi di lavoratori dipendenti, e dei loro familiari e superstiti. Pur perseguendo finalità pubbliche, godono di autonomia gestionale, organizzativa e contabile. Sono soggetti a una vigilanza esercitata, con diverse competenze, dal Ministero del lavoro e delle politiche sociali, e dal Ministero dell'economia e delle finanze (in taluni casi affiancati da altri Ministeri competenti in relazione alle specifiche platee di riferimento), dalla Corte dei Conti e dal Parlamento. La COVIP, a seguito del Decreto legge 98/2011, convertito con modificazioni dalla Legge 111/2011, esercita il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio di tali enti.(CVP)

### **FIA**

OICR diversi dagli OICVM. (CVP)

### **Fondo pensione**

#### **Fondi pensione autonomi**

Sono fondi pensione dotati di soggettività giuridica.

#### **Fondi pensione interni**

Sono fondi pensione costituiti come poste di bilancio delle imprese – banche, imprese di assicurazione e società non finanziarie – presso cui sono in genere occupati gli iscritti ai fondi stessi.

#### **Fondi pensione a contribuzione definita**

Fondo pensione nel quale l'entità della prestazione pensionistica complementare dipende dai contributi versati e dai risultati della gestione finanziaria.

#### **Fondi pensione a prestazione definita**

Fondo pensione nel quale l'entità della prestazione pensionistica complementare è preventivamente determinata, di norma, con riferimento a quella del trattamento pensionistico obbligatorio. L'importo del contributo può conseguentemente variare nel tempo in modo tale da poter assicurare l'erogazione della prestazione prefissata.

#### **Fondi pensione di tipo "occupazionale"**

Sono fondi istituiti in stretta connessione a un'attività lavorativa, per i quali il datore di lavoro svolge una funzione essenziale, come parte istitutiva e/o soggetto tenuto alla contribuzione. Nei piani a contribuzione definita, talvolta il datore di lavoro riveste anche il ruolo di garante delle prestazioni.

#### **Fondi pensione negoziali (chiusi)**

Fondi pensione costituiti in base all'iniziativa delle parti sociali mediante contratti o accordi collettivi a qualunque livello, regolamenti aziendali, accordi fra lavoratori autonomi o liberi professionisti promossi dai sindacati o dalle associazioni di categoria. Sono aperti all'adesione dei lavoratori appartenenti ad aziende, gruppi di aziende o enti, settori o categorie o comparti per i quali trova applicazione il contratto o l'accordo stipulato. Sono costituiti come soggetti giuridici di natura associativa ai sensi dell'art. 36 e seguenti del codice civile distinti dai soggetti promotori dell'iniziativa oppure come associazioni o fondazioni dotate di personalità giuridica il cui riconoscimento è in capo alla COVIP, in deroga al DPR 361/2000. I fondi pensione negoziali costituiti nell'ambito di categorie, comparti o raggruppamenti, sia per lavoratori dipendenti sia per lavoratori autonomi, devono assumere la forma di soggetti riconosciuti.

#### **Fondi pensione aperti**

Fondi pensione istituiti da banche, SGR, SIM e imprese di assicurazione rivolti, in linea di principio, a tutti i lavoratori.

L'adesione è consentita su base individuale ovvero su base collettiva. Possono aderire a tali fondi anche soggetti che non svolgono attività lavorativa. I fondi pensione aperti sono istituiti come patrimonio di destinazione ai sensi dell'art. 2117 del codice civile, con delibera dell'organo di amministrazione della società.

#### **Fondi pensione preesistenti**

Fondi pensione già istituiti alla data del 15 novembre 1992, prima dell'entrata in vigore del Decreto lgs. 124/1993. Con DM Economia 62/2007 è stata dettata la disciplina per l'adeguamento alla nuova normativa di sistema introdotta dal Decreto lgs. 252/2005. Sono denominati fondi pensione preesistenti autonomi quelli dotati di soggettività giuridica. Sono denominati fondi pensione preesistenti interni quelli costituiti come poste di bilancio o patrimonio di destinazione delle imprese – banche, imprese di assicurazione e società non finanziarie – presso cui sono occupati i destinatari dei fondi stessi. Il

Decreto lgs. 252/2005 ha trasferito alla COVIP la vigilanza sui fondi interni bancari e assicurativi, in precedenza sottoposti rispettivamente alla supervisione della Banca d'Italia e dell'IVASS.(CVP)

### **Intermediari finanziari abilitati alla gestione delle risorse dei fondi pensione**

Le SGR e le imprese svolgenti la medesima attività, con sede in uno dei paesi aderenti all'Unione europea, che abbiano ottenuto il mutuo riconoscimento; le SIM, le banche italiane e i soggetti extracomunitari autorizzati all'esercizio dell'attività di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi ovvero soggetti che svolgono la medesima attività, con sede in uno dei paesi aderenti all'Unione europea, che abbiano ottenuto il mutuo riconoscimento; le imprese di assicurazione di cui all'art. 2 del Decreto lgs. 209/2005 mediante ricorso alle gestioni di cui al ramo VI dei rami vita ovvero imprese svolgenti la medesima attività con sede in uno dei paesi aderenti all'Unione europea, che abbiano ottenuto il mutuo riconoscimento.(CVP)

### **Look-through (principio del)**

Principio di trasparenza della composizione del portafoglio titoli dell'investitore. Con riguardo ai fondi pensione il principio trova applicazione relativamente agli investimenti in quote di OICVM: la parte del portafoglio del fondo pensione costituita da quote di OICVM viene considerata, anche ai fini della verifica del rispetto dei limiti di investimento, come se fosse direttamente investita negli strumenti finanziari detenuti dall'OICVM stesso (CVP)

### **Obbligazione strutturata**

Titolo obbligazionario che incorpora all'interno di uno strumento di debito di tipo tradizionale un contratto derivato, solitamente di tipo opzionale.

Le obbligazioni strutturate sono strumenti finanziari a rendimento variabile che nascono dalla combinazione di un'obbligazione ordinaria con uno o più contratti derivati.

La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del capitale a scadenza (per l'intero valore nominale) più eventuali cedole periodiche, mentre la componente derivata determina la variabilità del rendimento. La componente derivata può consistere in una opzione, in tal caso il possessore percepirà una cedola premio di importo variabile contestualmente al rimborso del capitale, oppure in uno swap, in tal caso il possessore percepirà cedole periodiche di importo variabile.

Le obbligazioni strutturate possono essere classificate in funzione:

- del tipo di attività sottostante la componente derivata: equity linked, index linked, basket linked, floater, reverse floater;
- della struttura di indicizzazione (o del tipo di strumento derivato incorporato nel titolo): plain vanilla, average, cliquet, reverse cliquet, rainbow, digital, ecc. (BI)

### **OICR (Organismi di investimento collettivo del risparmio)**

L'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata. La voce comprende gli OICVM e gli altri fondi comuni di investimento.(CVP)

### **OICVM (Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari)**

La voce comprende gli OICR che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE.(CVP)

### **Principio di diversificazione degli investimenti**

Investire le risorse finanziarie applicando il principio di diversificazione significa investire il patrimonio in classi di attività differenti (azioni, obbligazioni, fondi comuni di investimento, altro). La diversificazione consente di ridurre il livello di rischio e permette di cogliere, con maggiore probabilità, le migliori opportunità di rendimento.(CVP)

### **Rami assicurativi vita**

Per ramo assicurativo si intende la gestione della forma assicurativa corrispondente a un determinato rischio o ad un gruppo di rischi tra loro simili, distinguendo il Ramo Vita e il Ramo Danni. All'interno del Ramo Vita vi sono in particolare le seguenti tipologie contrattuali: Ramo I - assicurazioni sulla durata della vita umana; Ramo II – assicurazioni di nuzialità e natalità; Ramo III - assicurazioni sulla vita connesse con fondi di investimento o indici; Ramo IV - assicurazioni malattia a lungo termine; Ramo V - operazioni di capitalizzazione; Ramo VI - gestione di fondi pensione. (CVP)

## Rating

Valutazione, formulata da un'agenzia privata specializzata, del merito di credito di un soggetto emittente obbligazioni sui mercati finanziari internazionali; esso fornisce agli operatori finanziari un'informazione omogenea sul grado di rischio dei singoli emittenti. Standard & Poor's, Moody's e Fitch sono le agenzie di *rating* più rappresentative. Per l'assegnazione del *rating*, le agenzie definiscono una scala alfanumerica ordinale nella quale le diverse categorie di rischio di credito sono elencate in ordine crescente di rischiosità: per il debito a lungo termine la valutazione AAA indica il giudizio massimo di affidabilità. (CVP)

Il *rating* è una valutazione dell'affidabilità creditizia dell'emittente di un titolo obbligazionario, con riferimento a una specifica emissione. Il *rating* non è, quindi, una raccomandazione ad acquistare o a vendere un titolo, dal momento che non contiene alcuna informazione circa la valutazione attuale del titolo.

Il *rating* è comunque un affidabile indice del rischio di credito a cui è esposto chi investe in uno specifico titolo obbligazionario e può quindi rappresentare un utile parametro per la valutazione del premio al rischio che deve essere considerato nella determinazione del fair price dell'obbligazione.

Il *rating* si basa, in misura diversa, sulle seguenti valutazioni:

- probabilità di default, ovvero capacità e volontà dell'emittente a corrispondere puntualmente i pagamenti in conto interesse e in conto capitale;
- natura e caratteristiche dell'emissione;
- garanzia offerta ai titoli e posizione di relativo privilegio in caso di fallimento, ristrutturazione o altri eventi che possono causare pregiudizio ai sottoscrittori.

I *rating* delle emissioni obbligazionari sono assegnati da agenzie indipendenti, come Moody's e Standard & Poor's.(ASS)

## Regime di calcolo della pensione

### contributivo

Regime di calcolo della prestazione pensionistica che si basa sui contributi versati nel corso dell'intera vita lavorativa, rivalutati annualmente con un coefficiente di capitalizzazione, e sull'età al momento del pensionamento. Per ottenere il valore della prestazione il montante così ottenuto viene correlato, mediante coefficienti di trasformazione, alla speranza di vita del soggetto al momento del pensionamento.

### retributivo

Regime di calcolo della prestazione pensionistica che si basa sulla anzianità contributiva acquisita e sulla retribuzione percepita nel periodo lavorativo.

## Regime di finanziamento

### a ripartizione

Regime finanziario di gestione nel quale i contributi previdenziali versati nell'anno solare di riferimento per i lavoratori attivi sono utilizzati per finanziare l'erogazione delle prestazioni previdenziali ai pensionati; in tal modo non c'è alcuna accumulazione di risorse finanziarie e la gestione è puramente amministrativo/contabile.

### a capitalizzazione

Regime finanziario di gestione nel quale i contributi versati per i lavoratori attivi vengono accantonati, anche in conti individuali, e vengono gestiti secondo le tecniche dell'investimento finanziario con la finalità di costituire un montante per la successiva erogazione della pensione.(CVP)

## Rendimento e premio per il rischio

Extra-rendimento rispetto al tasso di un'attività priva di rischio richiesto da un investitore avverso al rischio per essere incentivato ad acquistare il titolo rischioso.

Il rendimento di un titolo finanziario viene definito in questo modo: l'investitore paga un certo prezzo di acquisto, diciamo pari a 100, e alla fine dell'anno valuta la propria posizione utilizzando il prezzo di mercato dell'attività, supponiamo pari a 110, tenendo conto naturalmente dei dividendi o delle cedole percepiti durante l'anno, ad esempio pari a 5. In questo esempio il valore finale dell'investimento è di 115 (10 di prezzo finale e 5 di dividendo) e deve essere confrontato con un investimento iniziale di 100.

Il rendimento complessivo è del 15%. Si tratta di un rendimento soddisfacente? Dipende dalle alternative disponibili. Un'alternativa è senz'altro rappresentata dall'investimento in un titolo senza rischio annuale, che offre con certezza un tasso di interesse. Supponiamo che il tasso di interesse sia del 5%.

Il rendimento del 15% è senz'altro più alto del 5%, ma occorre tenere presente che l'investimento nel titolo finanziario comporta una certa dose di rischio. Invece di avere un prezzo finale di 110, il titolo avrebbe potuto avere un prezzo finale pari ad 80 che, assieme al dividendo di 5, avrebbe comportato un rendimento complessivo di -15%. Se l'investimento nel titolo è rischioso, non è corretto confrontare il rendimento finale del 15% con il tasso di interesse del 5%, in quanto l'investitore sarà disposto ad investire in un titolo rischioso anziché in un titolo senza rischio solo in presenza di una adeguata remunerazione.

Occorre da una parte tenere conto di tutti gli scenari possibili del rendimento rischioso, calcolando il rendimento atteso, e dall'altra parte calcolare l'alternativa sommando al tasso di interesse anche la remunerazione necessaria a compensare per il rischio che si corre, definito premio per il rischio.

Se ad esempio ci sono solo due scenari possibili di rendimento del titolo rischioso, +15% e -15%, e se la probabilità del primo scenario è del 90% e la probabilità del secondo scenario è del 10%, si ottiene un rendimento atteso pari a nove decimi di +15% e ad un decimo di -15%, per ottenere un risultato finale di +12%. Se il premio per il rischio è ad esempio del 5%, allora il rendimento atteso del 12% si confronta favorevolmente con la somma del tasso di interesse e del premio per il rischio, pari a 10%. (ASS)

## Rischio finanziario

In campo finanziario, il rischio è l'**incertezza** legata al valore futuro di un'attività o di uno strumento finanziario o, più in generale, di un qualsiasi investimento.

Un'attività patrimoniale si definisce rischiosa se il flusso monetario che produce è almeno in parte **casuale**, cioè non è conosciuto in anticipo con certezza. Un **titolo azionario** è un classico esempio di attività rischiosa: non si può sapere se il prezzo aumenterà o diminuirà nel tempo, né se la società che lo ha emesso pagherà periodicamente i dividendi.

Per quanto i titoli azionari siano considerati **attività rischiose** per eccellenza, in realtà ne esistono molte altre. Nel caso dei **titoli obbligazionari**, la società emittente potrebbe fallire e non restituire il capitale o corrispondere gli interessi ai sottoscrittori. Gli stessi titoli di Stato che maturano a 10 o 20 anni sono rischiosi: per quanto sia fortemente improbabile che il governo di un paese industrializzato vada in *default* (cioè non sia in grado di pagare quanto dovuto), il tasso d'inflazione può aumentare inaspettatamente, riducendo il valore reale degli interessi e del capitale restituito alla scadenza, e dunque il valore del titolo.

Un'attività priva di rischio o **risk-free** garantisce un flusso monetario certo. I titoli di stato a breve termine dei paesi più avanzati (come i Treasury Bill americani o i BOT italiani) sono privi o quasi di rischio. Giungendo a scadenza nel volgere di pochi mesi, il rischio legato a un aumento inatteso dell'inflazione è esiguo, e si può essere ragionevolmente certi che il governo non mancherà di corrispondere alla scadenza il capitale e gli interessi. Altri esempi di attività **risk-free** sono i depositi bancari a vista e i certificati di deposito a breve termine. (ASS)

Gestire il rischio significa mettere in atto tutti gli accorgimenti necessari a controllare i fattori di incertezza legati a un'attività e a limitare gli effetti di potenziali eventi avversi.

Nel caso dell'attività di compravendita di strumenti finanziari, la gestione del rischio si basa sulla distinzione fra potenziale di opportunità (**upside risk**) e potenziale di pericolo (**downside risk**).

Dal momento che l'impiego del risparmio ha come obiettivo l'ottenimento del massimo rendimento, la gestione del rischio di un portafoglio finanziario sarà volta a limitare il più possibile il verificarsi degli eventi negativi e a minimizzarne il relativo impatto, cercando di non ostacolare il verificarsi di eventi positivi. In altri termini, la gestione del rischio finanziario consiste nel minimizzare il **downside risk**, senza limitare troppo l'**upside risk**.

Gestire professionalmente il rischio di un portafoglio finanziario significa procedere a una sequenza di valutazioni - relative sia alle

single attività incluse nel portafoglio, sia ai rapporti di relazione fra queste, sia al portafoglio nel suo complesso - tale da permettere un'accurata pianificazione del rischio a cui il portafoglio viene esposto.

Queste analisi consentono di definire una banda di oscillazione ideale del portafoglio - il cosiddetto profilo rischio-rendimento - e stabilire le azioni da intraprendere nel caso in cui il suo valore oscilli oltre la soglia prevista.

L'attività di valutazione e analisi dei rischi parte quindi dalla stima della probabilità e del possibile impatto dei singoli eventi rischiosi, per giungere alla composizione di un quadro generale dei fattori d'incertezza a cui il portafoglio è esposto. A conclusione dell'attività di analisi e valutazione, il rapporto tra le opportunità e i rischi legati all'investimento dovrà bilanciare le aspettative e le esigenze del risparmiatore.

### **Tasso annuo di crescita composto**

Il tasso annuo di crescita composto, più comunemente noto come CAGR dall'acronimo anglosassone Compounded Average Growth Rate, rappresenta la crescita percentuale media di una grandezza in un lasso di tempo. Dato per esempio il fatturato A di un'azione all'anno x e il fatturato B di un'azienda nell'anno y, il CAGR dei ricavi indica la crescita percentuale media annua dei ricavi.

Per comprendere il concetto e la sua utilità bisogna partire dal tasso di crescita e dalla sua definizione. Dato un valore iniziale X0 e un valore finale X1, la crescita che si registra tra è dato dalla differenza tra X0 e X1 è ovviamente data dalla differenza X1-X0. Il tasso di crescita "c" sarà invece dato dal rapporto fra crescita e valore iniziale, ossia  $(X1-X0)/X0$  quindi sarà uguale a  $(X1/X0)-1$ .

A questo punto torna utile calcolare il valore finale di una grandezza che aumenta con un certo tasso di crescita c quindi (risolvendo l'ultima equazione per X1, ossia il valore finale risultante da un tasso di crescita c) si avrà  $X1=X0(c+1)$ .

Se si considerano però più periodi X0, X1, X2, X3, X4, X5... si dovrà ogni volta ricalcolare la crescita sul periodo precedente. La prima volta dunque si avrà  $X1=X0(c+1)$ , ma la seconda volta si avrà  $X2=X1(c+1)$ , ossia  $X2=X0(c+1)(c+1)=X0(c+1)^2$ . La struttura si ripeterà di volta in volta, dando per scontato un tasso di crescita costante, e quindi  $Xn=X0(c+1)^n$ .

Si tratta di una formula fondamentale in matematica e in economica. Può essere per esempio applicata per calcolare il capitale finale che si ha quando si investe in un'obbligazione a reddito fisso per un numero di anni. Questa formula però consente anche di calcolare a ritroso il nostro tasso annuo di crescita composto CAGR. In questo caso infatti dato il valore finale e quello iniziale, quindi il numero di anni intercorsi, la nostra incognita sarà il tasso di crescita c.

Da ciò dunque  $CAGR=(Xn/X0)^{1/n}-1$ .

Va evidenziato che il risultato che questa formula fornisce è decimale, quindi per ottenere la variazione percentuale bisognerà moltiplicare il tutto per 100.

Un esempio potrà essere utile. Dato un fatturato iniziale di 5 milioni di euro e uno dopo 6 anni di 10 milioni di euro, il CAGR sarà uguale a  $(10/5)^{1/6}-1$ , cioè a 0,12246, ossia la società in sei anni avrà mostrato una crescita annua percentuale del 12,24% circa.

Vanno fatte dunque alcune considerazioni. Il CAGR innanzitutto non è un numero "vero", nel senso che è una media estrapolata, quindi se la crescita media è stata del 5% il secondo anno potrebbe essere stata del 3% o del 7%, ma questo tasso non ci fornisce il dettaglio.

Altra considerazione riguarda l'impiego di questo indicatore: è chiaro che se si prendono in considerazione un anno particolarmente "fiacco" e uno brillante il CAGR mostrerà tassi di crescita assai elevati, che però probabilmente risulteranno meno credibili a un'analisi più approfondita.

Il CAGR è inoltre uno degli indicatori più utilizzati per calcolare il rendimento medio di un investimento in un dato periodo. Anche in questo caso ovviamente si ottiene una performance media che anno per anno potrà essere stata anche molto distante dal valore



ottenuto. Bisogna inoltre evidenziare che se il rendimento di un investimento si è attestato su un valore nel passato, non v'è alcuna garanzia che in futuro si ottenga lo stesso. Il vantaggio indubbio del CAGR è ovviamente il fatto che dato il valore iniziale e quello finale, oltre ai periodi intercorsi, si ottiene facilmente il rendimento medio annuo e quindi comunque un'indicazione utile. (BI)

### Tasso di rendimento effettivo a scadenza

Tasso di rendimento che consente di eguagliare, in senso finanziario, il prezzo pagato per acquistare un titolo di debito con la somma dei valori attuali di tutti i flussi futuri, sia in linea interessi che in linea capitale, che maturano a beneficio del possessore (BI)

### Variabilità

È la misura in cui i possibili esiti di un evento incerto differiscono.

Per capire l'importanza di questo concetto, supponete di dover scegliere se investire 10.000 euro in due titoli azionari con la stessa remunerazione attesa (1.500 euro). Il titolo azionario A è emesso da una società nuova, con un prodotto fortemente innovativo da lanciare, e offre due *payoff* di pari probabilità: se il prodotto ha molto successo, guadagnate 2000 euro; se ne ha poco, ne guadagnate solo 1000.

Il titolo azionario B è di una società che esiste da molti anni, con un mercato consolidato: la probabilità di guadagnare 1510 euro è molto elevata (0,99), ma c'è una probabilità su cento che l'azienda fallisca, nel qual caso guadagnereste solo 510 euro.

I due titoli hanno lo stesso **rendimento atteso**:

Titolo A –  $(0,5)(2.000 \text{ euro}) + (0,5)(1.000 \text{ euro}) = 1.500 \text{ euro}$

Titolo B –  $(0,99)(1.510 \text{ euro}) + (0,01)(510 \text{ euro}) = 1.500 \text{ euro}$ .

La variabilità dei possibili *payoff*, tuttavia, è diversa. Per misurare la variabilità, occorre riconoscere che quanto maggiore è la differenza (negativa o positiva) tra il *payoff* atteso e il *payoff* effettivo, tanto maggiore è il rischio. Chiamiamo questa differenza deviazione o scarto. La deviazione in sé non offre una misura della variabilità; infatti, assumendo di volta in volta valore positivo o negativo, la sua media ponderata in base alla probabilità è sempre nulla.

Per aggirare questo problema, basta elevare al quadrato le deviazioni, al fine di ottenere valori sempre positivi: con questo espediente possiamo misurare la variabilità calcolando la deviazione standard, o scarto quadratico medio: la radice quadrata della media ponderata dei quadrati delle deviazioni dei *payoff* dal loro valore atteso, calcolata usando come pesi le rispettive probabilità.