

# **LE CASSE DI PREVIDENZA TRA AUTONOMIA E RESPONSABILITÀ**

## **I PROFESSIONISTI, IL RISPARMIO, L'ECONOMIA REALE**

---

**A CURA DI**

**FEDERICO MEROLA, MATTEO CAROLI  
CHRISTIAN IAIONE E PAOLA FERSINI**

---

**PREFAZIONE DI**

**ALBERTO OLIVETI**

---

**INTRODUZIONE DI**

**FRANCO BASSANINI**

LUISS UNIVERSITY PRESS



# Le Casse di previdenza tra autonomia e responsabilità

I professionisti, il risparmio, l'economia reale

Responsabili della ricerca: Federico Merola e Matteo Caroli

Coordinatore: Valerio Francola

Autori: Christian Iaione e Paola Fersini

Prefazione di Alberto Oliveti

Introduzione di Franco Bassanini

© 2017 LUISS University Press – Pola Srl  
Proprietà letteraria riservata  
ISBN 978-88-6856-115-4

LUISS University Press – Pola s.r.l.  
Viale Pola, 12  
00198 Roma  
TEL. 06 85225485  
FAX 06 85225236  
[www.luissuniversitypress.it](http://www.luissuniversitypress.it)  
E-MAIL [universitypress@luiss.it](mailto:universitypress@luiss.it)

Questo libro è stato composto in ITC Charter  
e stampato presso Ograro srl  
Vicolo dei tabacchi 1, 00153 Roma

Prima edizione novembre 2017

Astrid e LUISS Business School e gli autori rimangono proprietari dei diritti relativi ai testi.

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail [autorizzazioni@clearedi.org](mailto:autorizzazioni@clearedi.org) e sito web [www.clearedi.org](http://www.clearedi.org)

# Indice

<b>Prefazione. Autonomia per dare previdenza e assistenza, la responsabilità di rendere possibile il futuro</b>	
ALBERTO OLIVETI .....	p. 11
<b>Introduzione. Le Casse di previdenza nel contesto dell'evoluzione della forma dello Stato</b>	
FRANCO BASSANINI .....	p. 13
1. Il disconoscimento del ruolo delle comunità intermedie nello Stato liberale e nella dottrina dello Stato marxista .....	“ 13
2. La riscoperta del ruolo del pluralismo sociale e delle comunità intermedie nella Costituzione repubblicana .....	“ 14
3. Corpi intermedi e principio di sussidiarietà nella vicenda costituzionale del Novecento: un percorso accidentato .....	“ 16
4. La Repubblica della solidarietà nel nuovo titolo V .....	“ 18
5. Le Casse di previdenza nella Repubblica della sussidiarietà .....	“ 20
6. Nuove ragioni del pluralismo sociale e della sussidiarietà orizzontale nel contesto della globalizzazione e della rivoluzione digitale .....	“ 22
7. La gestione del patrimonio e degli investimenti: l'autonomia delle Casse di previdenza e le ingerenze della politica e delle burocrazie .....	“ 23
<b>Obiettivi della ricerca: ragioni e contenuto di uno studio giuridico-finanziario sulle Casse di previdenza</b>	
FEDERICO MEROLA .....	“ 31
<b>PARTE PRIMA</b>	
<b>Le Casse di Previdenza come strumento di auto-organizzazione delle comunità di professionisti</b>	
CHRISTIAN IAIONE .....	“ 39
1. Introduzione .....	“ 39

2.	La “privatizzazione” delle Casse.....“	41
2.1	Le origini e la controversa natura giuridica delle fondazioni per la previdenza dei liberi professionisti.....“	41
2.2	La genesi del decreto 509/1994.....“	43
2.3	L'autonomia delle Casse e la ratio della contribuzione obbligatoria secondo la Corte Costituzionale.....“	45
3.	La ripubblicizzazione per via giurisprudenziale e amministrativo-burocratica?.....“	51
3.1	Sul riparto di giurisdizione in merito a controversie concernenti atti delle casse previdenziali privatizzate.....“	51
3.2	Sulle Casse come “unità istituzionale pubblica” (ai fini della <i>spending review</i> e dell’inserimento nell’elenco ISTAT).....“	52
3.3	Sulle Casse come organismi di diritto pubblico ai sensi della regolazione sui contratti pubblici.....“	56
4.	Gli enti previdenziali privatizzati come forma di auto-organizzazione sociale ed economica delle comunità dei professionisti.....“	61
4.1	Le fondazioni di origine bancaria.....“	62
4.2	La natura giuridica delle fondazioni di iniziativa privata.....“	65
4.3	Il principio di sussidiarietà orizzontale come fondamento comune della categoria?.....“	66
4.4	La “comunanza di interessi”, il principio generale della collaborazione civica, le Casse previdenziali come epifania dello Stato-comunità.....“	67
5.	Conclusioni e implicazioni di politica pubblica.....“	72

## PARTE SECONDA

### **“L’economia reale” nel portafoglio degli investitori previdenziali: analisi tecnica dei criteri di investimento e ricerca di una più efficace regolamentazione a livello internazionale**

	PAOLA FERSINI.....“	87
	<i>Introduzione</i> .....“	87
I.	Premessa: il dibattito internazionale sugli impieghi in economia reale degli investitori istituzionali.....“	94
1.1	Le regole.....“	97
1.1.1	La regolazione finanziaria per gli investimenti di lungo periodo: il dibattito a livello internazionale.....“	97
1.2	I mercati.....“	99
1.3	Gli strumenti.....“	100
1.4	La ricerca Astrid – LUISS per le Casse di previdenza.....“	102
2.	Overview sulle casse di previdenza e limiti di investimento.....“	104

2.1 Le Casse di previdenza: dimensioni e caratteristiche del settore.....“	104
2.2 La struttura del patrimonio delle Casse: situazione attuale e prospettive future.....“	105
2.3 I limiti di portafoglio all’investimento in economia reale dei fondi pensione e delle Casse di previdenza: una comparazione a livello europeo.....“	109
2.3.1 La direttiva 2003/41/UE.....“	110
2.3.2 La normativa italiana dei fondi pensione: d.lgs. n. 252/2005 e D.M. 166/2014.....“	112
2.3.3 Lo schema del decreto Casse.....“	114
2.3.4 Limiti agli investimenti: IORP I vs IORP II.....“	115
2.3.5 Confronto Europeo.....“	117
2.3.6 I Limiti di Concentrazione: una categoria “anomala” di contenimento dei rischi.....“	119
3. L’investimento delle Casse di previdenza in economia reale: strumenti per una regolamentazione del settore.....“	123
3.1 Esigenze e opportunità per le Casse di previdenza.....“	123
3.1.1 Caratteristiche e obiettivi delle Casse.....“	123
3.1.2 Sostenibilità finanziaria ed equilibrio attuariale: indicatori di adeguatezza e stabilità.....“	127
3.1.3 Contesto economico-finanziario: l’importanza dell’economia reale va oltre la fase dei tassi negativi.....“	132
3.1.4 Importanza degli <i>asset</i> alternativi.....“	134
3.2 Analisi dell’offerta: elementi distintivi degli IER.....“	138
3.2.1 Natura dell’investimento.....“	141
3.2.1.1 Imprese.....“	142
3.2.1.2 Immobiliare.....“	146
3.2.1.3 Infrastrutture.....“	150
3.2.2 Tipologia gestore.....“	154
3.2.3 Analisi qualitativa e quantitativa del gestore.....“	155
3.3 Favorire l’avvicinamento tra domanda e offerta di IER.....“	158
3.3.1 Sistema di <i>governance</i> .....“	160
3.3.1.1 Requisiti generali di <i>governance</i> .....“	161
3.3.1.2 Requisiti di professionalità e onorabilità.....“	162
3.3.1.3 Funzione gestione dei rischi, funzione audit interno e funzione attuariale.....“	163
3.3.2 Processo di <i>Risk Management</i> .....“	165
3.3.2.1 Analisi del profilo di rischio degli iscritti e dei potenziali aderenti alle Casse.....“	166
3.3.2.2 Definizione orizzonti di rischio-rendimento adeguati agli obiettivi della singola Cassa.....“	168
3.3.2.3 <i>Asset Liability Management</i> e strategie <i>Liability-Driven Investing</i> .....“	172

3.3.2.4 Valutazione del contributo di ciascuna <i>asset class</i> al rendimento e al rischio complessivo con evidenza del contributo in prodotti alternativi.....“	178
3.3.3 Analisi empirica .....“	180
3.3.3.1 Beneficio in termini di rischio-rendimento degli investimenti alternativi .....“	180
3.3.3.2 Composizione ottimale di un portafoglio sulla base di un assegnato <i>risk target</i> ( <i>Asset-Liability Risk Budget</i> ) .....“	190
<b>Bibliografia</b> .....“	201
APPENDICI .....“	205
<b>Appendice I</b> .....“	207
<b>Appendice II</b> .....“	209
<b>Appendice III</b> .....“	217
<b>Appendice IV</b> .....“	221

“L’ECONOMIA REALE” NEL PORTAFOGLIO DEGLI INVESTITORI  
PREVIDENZIALI: ANALISI TECNICA DEI CRITERI DI INVESTIMENTO  
E RICERCA DI UNA PIÙ EFFICACE REGOLAMENTAZIONE  
A LIVELLO INTERNAZIONALE

DI PAOLA FERSINI

*Introduzione*<sup>1</sup>

L’importanza di affrontare nel contesto della presente ricerca anche il tema degli investimenti delle Casse di previdenza nasce da una doppia circostanza.

Da un lato l’incerto inquadramento giuridico di questa categoria si è riflesso sul delicato e centrale aspetto degli investimenti, cruciale per lo svolgimento della loro attività. In particolare, la prospettiva dell’emanazione di un Decreto Ministeriale in materia di investimenti è diventata “l’ultima frontiera” di una dialettica istituzionale che rischia di degenerare, sia per questioni di *metodo*, dato il processo di gestazione di tale Decreto sostanzialmente interno alla pubblica amministrazione e quindi poco coerente con i principi di autonomia gestionale riconosciuti alla categoria, che di *merito*, in quanto totalmente disallineato con le tendenze internazionali; con i fondamentali tecnici messi a disposizione dalla teoria economica; con gli obiettivi di rilancio dell’economia e con le stesse esigenze principali delle Casse di previdenza.

Dall’altro lato si riscontra, sullo sfondo delle questioni interne, un ampio e complesso dibattito internazionale – che ha trovato nell’OCSE, nel G20, nell’UE e nelle principali istituzioni finanziarie sovranazionali il proprio principale centro di attenzione – sulle modalità per favorire un maggiore coinvolgimento degli investitori istituzionali, soprattutto previdenziali, nel finanziamento dell’economia reale. Tale dibattito è stato alimentato dalla presenza contestuale di due discontinuità storiche emerse in questi anni: in primo luogo la crisi di sostenibilità dei sistemi pensionistici pubblici dei Paesi OCSE, in uno scenario di elevati debiti governativi che ha posto l’esigenza non solo di accrescere il ruolo degli schemi previdenziali complementari, ma anche quella di aumentare il grado di efficienza degli investimenti delle risorse in qualsiasi modo legate a trattamenti di fine lavoro. In secondo luogo, la diminuzione strutturale delle capacità di spesa pubblica, soprattutto in settori a rapida espansione (come quello delle infrastrutture) e il contestuale razionamento del credito bancario (*credit crunch*), connesso alla crisi dei sistemi creditizi e all’adozione di normative prudenziali (Basilea III). Due circostanze che hanno fatto emergere con forza l’esigenza di trovare nuovi modelli ed altre soluzioni per alimentare l’economia reale.

Tali discontinuità certamente riguardano anche l’Italia e coinvolgono il sistema delle Casse di previdenza: l’Italia perché ha subito in maniera drammatica sia il calo di spesa pubblica per investimenti che la riduzione del credito bancario (c.d. *credit crunch*); le Casse di previdenza perché la crisi ha colpito maggiormente imprese e

liberi professionisti, ostacolando quel ciclo virtuoso tra lavoro e welfare che rappresenta il fondamento primario di ogni sistema previdenziale, pubblico o privato. Vale, inoltre, anche per le Casse di previdenza, che si autofinanziano unicamente attraverso i contributi dei propri iscritti, l'esigenza di valorizzare al massimo la funzione di investimento per ottimizzare i versamenti contributivi ricevuti, trasformandolo in trattamenti previdenziali adeguati allo scopo.

E qui si arriva al punto centrale dell'attuale dibattito: il problema non è infatti tanto quello di veicolare, magari forzosamente, il risparmio previdenziale e assicurativo verso i bisogni che non sono più soddisfatti, come in passato, da risorse pubbliche o credito bancario. Il discorso, piuttosto, è quello di prendere atto che esiste un parallelo cambiamento e un conseguente potenziale interesse da parte degli investitori nell'impiego di risorse in altre *asset class* più direttamente legate all'economia reale<sup>2</sup> in quanto, a determinate condizioni, ravvisano in tali *asset class* un'opportunità non colta, o non colta pienamente, di ottimizzazione dei propri portafogli e delle proprie funzioni.

Si tratta, dunque, tanto in Italia come negli altri Paesi OCSE, di individuare e realizzare proprio quelle “determinate condizioni” che consentono di nobilitare al massimo questo rapporto tra risparmio previdenziale e investimenti in economia reale. Condizioni che sono interne ed esterne al settore degli investitori ma che passano per la capacità di avere una lettura sistematica dei fenomeni in atto e quella – conseguente – di agire contemporaneamente in diverse direzioni.

In altre parole, lo stimolo ad un approfondimento, come quello che tale ricerca si propone di produrre a beneficio delle Casse di previdenza non nasce tanto dalla consapevolezza, pur vera in una prospettiva generale di politica economica, che gli elevati debiti pubblici e la crisi endemica delle banche facciano guardare al risparmio privato ed istituzionale, in questo caso alle Casse di previdenza, come ad una risorsa disponibile per investimenti in ambiti tradizionalmente di competenza del soggetto pubblico (infrastrutture) e del sistema bancario (fondi di debito). Quanto piuttosto dalla crescente e diffusa convinzione che proprio l'economia reale costituisca un'opportunità più solida per i nuovi e crescenti bisogni degli investitori istituzionali, non essendo peraltro necessariamente più rischiosa rispetto al volatile cortocircuito puramente finanziario e cartolare messo in luce dalla lunga crisi degli ultimi 10 anni.

La doppia discontinuità storica che si è aperta nei sistemi economici occidentali, sia dal lato dei bisogni degli investitori che da quello delle esigenze dei sistemi economici, sembra dunque aver riportato al centro del dibattito la necessità di tornare ad agire sui fondamentali di tali sistemi.

Partendo da queste considerazioni si pongono alcuni importanti interrogativi: gli investitori istituzionali dei vari Paesi OCSE sono in grado di cogliere appieno le rilevanti opportunità provenienti dall'economia reale? E perché tali opportunità in alcuni Paesi (tra i quali l'Italia) occupano ancora uno spazio così limitato nei loro portafogli mentre registrano uno spazio già significativo nell'*asset allocation* di altri? Come mai investitori istituzionali di eguale natura (per esempio previdenziale) mostrano in diversi Paesi *asset allocation* così diverse e normative così distanti? E come mai al-

cuni operatori effettuano investimenti alternativi persino in Paesi nei quali gli stessi investimenti sono vietati o variamente limitati ai loro omologhi locali? Infine, come si pongono le Casse di previdenza in questo quadro?

Le cause delle rilevanti differenze riscontrabili a livello internazionale risiedono in numerosi fattori: nel quadro regolamentare esistente; nell'organizzazione di tali investitori; nell'attuale struttura dei mercati finanziari; nell'offerta di strumenti di investimento; nelle opportunità concretamente offerte agli investitori, in relazione anche al quadro normativo e alle procedure amministrative che ne regolano la realizzazione, influenzandone l'efficienza e l'efficacia.

Per semplicità di analisi, la ricerca sulle Casse di previdenza – che cerca di rispondere a questi quesiti riscontrandoli per il nostro Paese e per il settore specifico oggetto di approfondimento – è stata impostata su tre aspetti essenziali: *regole*, *mercati* e *strumenti*, per poi arrivare ad un'analisi tecnica volta ad analizzare la “domanda”, ovvero i bisogni delle Casse di previdenza, e “l'offerta”, ovvero gli strumenti di investimento disponibili per accedere all'economia reale.

Infine, il lavoro analizza – prima in *maniera teorica*, utilizzando gli strumenti più avanzati messi a disposizione dalla ricerca scientifica, e quindi con un'originale e *robusta analisi empirica* – il *beneficio che un maggior ricorso all'investimento in economia reale*, ed in particolare in infrastrutture, può portare all'*asset allocation* di un investitore previdenziale consentendo, sotto determinate ipotesi, il raggiungimento di una frontiera rischio-rendimento più efficiente.

*Sotto il profilo delle regole*, sono emersi alcuni interessanti spunti di riflessione. Partendo dal dibattito internazionale è emerso un paradosso: la prolungata crisi economica ha inizialmente condotto diversi Paesi OCSE a contenere la possibilità degli operatori istituzionali di investire in economia reale, quasi sempre sulla base di assunti ideologici non confortati da specifiche ricerche teoriche e talvolta persino smentiti dall'evidenza empirica. In pratica, troppo spesso in nome di valutazioni di presunta «micro-prudenzialità», si sono trascurati più sostanziali elementi di «macro-prudenzialità», incentivando così investimenti (e comportamenti) che hanno finito con l'alimentare la volatilità dei mercati e la loro portata cartolare e «derivata», accrescendo così i rischi sistemici e quindi la stessa rischiosità dei portafogli di quegli investitori che si intendeva tutelare.

Più di recente, però, le cose sono cambiate. Diversi studi, per esempio dell'OCSE<sup>3</sup>, hanno evidenziato come le regolamentazioni basate su stringenti vincoli di portafoglio, forme di gestione “amministrata” del risparmio o criteri di assorbimento del capitale sono meno virtuose, sia sotto il profilo della tutela che dell'efficacia, rispetto a impostazioni normative fondate sulla c.d. regolamentazione qualitativa, ovvero fondate su prescrizioni di *governance* e *risk management*, che comunque implicano l'introduzione di robuste capacità di analisi quantitativa all'interno delle strutture organizzative degli investitori.

La ragione, del resto, non è difficile da comprendere, infatti ogni investitore previdenziale ha un suo particolare equilibrio attuariale e finanziario e quindi bisogni diversificati con propensioni alle varie tipologie di investimento assai difformi; fissare limiti quantitativi uguali per tutti significa penalizzare potenzialmente le esi-

genze di qualcuno. Strutturare un impianto normativo in grado di responsabilizzare e professionalizzare gli investitori è sembrata invece quasi ovunque la strada giusta. Nell'UE tale indirizzo sembra essere stato colto con chiarezza in quanto IORP II, ovvero la direttiva che segue IORP I nel regolare i fondi pensione dell'Unione Europea, di fatto fissa un unico criterio quantitativo (almeno 50% di investimento in mercati regolamentati) mentre concentra l'attenzione regolamentare sui principi, i processi e le logiche di gestione dei patrimoni e degli investimenti.

In Italia la situazione non appare invece allineata a quella europea. Infatti, da un'analisi comparativa sui diversi Paesi dell'UE<sup>4</sup> è emerso che proprio l'Italia ha adottato, nel recepimento della IORP I, limiti e vincoli agli investimenti dei nostri fondi pensione ben più accentuati di quelli degli altri Paesi aderenti, costituendo uno dei contesti più restrittivi dell'Unione. Tale scelta rischia peraltro di riverberarsi in maniera accentuata anche sulle Casse di previdenza in quanto la Bozza di Decreto Ministeriale predisposta per regolare i loro investimenti non solo è stata ispirata proprio alla disciplina di recepimento della IORP I e II prevista per i fondi pensione (dato che un'analoga direttiva europea per le Casse non esiste), ma addirittura per le Casse di previdenza è stata resa persino più restrittiva rispetto a quella riservata ai fondi pensione ed alla stessa INPS.

*L'analisi dei mercati* impone invece una riflessione sia sull'adeguatezza del principale ambito di riferimento, quello del risparmio gestito, che sui contesti sottostanti, inerenti i singoli settori di possibile investimento. Sullo sfondo della prima riflessione, si pone la scelta di merito circa l'opportunità di consentire, o meno, la possibilità agli investitori di investire direttamente in economia reale, organizzando loro – come farebbero soggetti terzi a fronte della corresponsione però di adeguate commissioni – *team* di specialisti dedicati agli investimenti “alternativi”.

Nel caso italiano, Paese bancocentrico per eccellenza, la tradizionale forza del settore del risparmio gestito e la sua contiguità – talvolta persino eccessiva – al settore bancario hanno fatto prevalere fino ad oggi il principio di separazione tra proprietà e gestione dei risparmi. Altrove non è così e i fondi pensione o comunque gli investitori istituzionali possono investire direttamente in asset reali di qualsiasi tipo o chiedere al mercato la costruzione di prodotti finanziari “esclusivi” o dedicati.

Le Casse di previdenza fino ad oggi hanno avuto margini di libertà maggiori rispetto ad altri investitori nazionali, tuttavia rischiano di subire una contrazione di tale autonomia se la Bozza di decreto MEF sugli investimenti dovesse essere emanata nella forma ufficiosamente circolata fino ad oggi tra gli operatori, come anche subirebbe una limitazione la possibilità per le Casse di previdenza di farsi strutturare in esclusiva prodotti legati ai propri specifici bisogni, interamente sottoscritti dalla Cassa committente.

Diverso è il caso dei mercati riferiti ai possibili investimenti in economia reale. Qui la valutazione da fare è se la loro regolamentazione settoriale e la struttura dell'*industry* è coerente con i profili di rischio e rendimento di investitori come le Casse di previdenza. L'attivazione di nuovi circuiti di investimento potrebbe necessitare di profonde trasformazioni per le quali potrebbe essere auspicabile un supporto pubblico, magari anche solo temporaneo. L'intero Piano Junker, a prescindere dagli eventuali spazi di miglioramento che presenta, si basa proprio sul bisogno di so-

stegno che questa transizione presenta: garanzie pubbliche (UE e banche di promozione nazionali), finanziamenti collegati (BEI e CDP), co-investimenti con il mercato (FEI, CDP ed altri soggetti) sono parte di questo disegno.

Arrivando alla trattazione degli *strumenti*, il tema centrale è quello di valutare se esistono fallimenti di mercato oppure no (nel qual caso l'accesso all'economia reale può essere più facile ed immediato per gli investitori istituzionali). La ricerca si limita a valutazioni su strumenti tipici di mercato ma il tema non è banale per un Paese come l'Italia che ha, rispetto ad altri, scarsa tradizione nel comparto dei c.d. alternativi. E certamente appare complesso nell'ambito delle infrastrutture per la criticità del loro rapporto con i territori, anche se, per altri versi, proprio le infrastrutture costituiscono l'investimento più idoneo ad un investitore previdenziale, in virtù della stabilità e prevedibilità dei propri flussi di cassa solitamente correlati all'inflazione e scorrelati rispetto al ciclo economico e alla volatilità dei mercati finanziari.

Nell'ambito delle infrastrutture il fallimento di mercato può essere, almeno in un Paese come l'Italia, più evidente, soprattutto in alcuni settori. Tuttavia, data l'esigenza di discontinuità nei modelli di intervento, difficoltà si sono manifestate un po' ovunque, come è testimoniato dall'abbondanza di piani speciali dedicati alle infrastrutture (in Europa, USA, Asia, ecc.) e come appare evidente dalla ricorrente denuncia proveniente da molte istituzioni sovranazionali circa la mancanza di progetti. In presenza di evidenti bisogni, però, la mancanza di progetti si spiega solo con la difficoltà di trovare iniziative bancabili e eleggibili per investitori istituzionali. Ed è quindi, in ultima analisi, una mancanza di "soggetti" abili a promuovere iniziative con queste caratteristiche.

Tutto ciò mette in evidenza la difficoltà di trasformare le infrastrutture in un'*asset class* per gli investitori e quindi di identificare bene gli strumenti possibili di intervento nell'economia reale. Il tema degli strumenti si collega direttamente a quello dell'*offerta*, ovvero alla disponibilità e alle caratteristiche di possibili opportunità di investimento. Mentre dal punto di vista della *domanda*, oggi più che mai, esiste anche in Italia un tema di adeguamento e modernizzazione delle logiche di gestione del risparmio previdenziale, anche di primo pilastro, a cui le Casse di previdenza devono prestare grande attenzione.

Queste ultime, costituendo un primo pilastro alimentato dai soli contributi versati dai beneficiari senza alcuna forma di supporto o garanzia pubblica, devono senza dubbio investire nel proprio ciclo lavoro-welfare, dal quale pure dipende in definitiva la tenuta degli equilibri complessivi, ma parallelamente non possono porsi solo obiettivi di mera minimizzazione del rischio *tout court* dei loro investimenti, bensì devono inevitabilmente perseguire l'ottimizzazione del *trade-off* rischio-rendimento.

Ed è proprio il tema dei rendimenti che si affronta nell'ultima parte della ricerca, parte nella quale si procede alla ricostruzione dei fondamentali teorici di base e alla specifica indagine empirica relativa all'investimento in *asset classes* c.d. alternative.

È in effetti con l'attuale scenario economico-finanziario che molti investitori istituzionali si sono resi conto dell'importanza che gli impieghi in "alternativi" rivestono nell'ambito di una strategia di *asset allocation*, andando peraltro ben al di là della sola connessione con l'attuale fase congiunturale di mercato.

L'allargamento della diversificazione degli investimenti a classi di attività c.d. “alternative”, che offrono rendimenti appetibili e debolmente (o inversamente) correlati con il ciclo economico e l'andamento generale dei mercati finanziari, potrebbe essere una conquista stabile favorita dalla crisi economica e dalla conseguente ricerca di nuove soluzioni.

A tal proposito numerosi ed autorevoli studi hanno registrato la recente tendenza degli investitori istituzionali internazionali ad allontanarsi sempre più dagli investimenti tradizionali, azioni e obbligazioni, a favore degli investimenti alternativi, al fine di conseguire rendimenti più elevati e meno volatili. Esiste una vasta letteratura accademica che analizza i benefici perseguiti da tale diversificazione; in particolare si veda, tra gli altri, Lamm [1999], Amin and Kat [2002], Singer et al. [2003], Campbell [2005], Gorton and Rouwenhorst [2005], Huang and Zhong [2006], e Cumming et al. [2011].

Numerosi contributi accademici hanno anche dimostrato come la diversificazione degli investimenti tra diverse classi di attivo, realizzata attraverso un bilanciamento ottimale e oculato tra investimenti “tradizionali”, che offrono una struttura dei rendimenti stabile e conservativa, e investimenti alternativi “return-oriented”, che offrono una struttura dei rendimenti maggiormente “speculativa”, rappresenti la strategia migliore nell'ambito delle strategie di “portfolio management”. La ricerca ripercorre tali studi, evidenziando il contributo degli alternativi al raggiungimento della migliore frontiera di rischio e rendimento.

Per analizzare il reale beneficio – in termini di rischio/rendimento – che i c.d. investimenti alternativi sono potenzialmente in grado di produrre nell'ambito di una strategia di *asset allocation*, nel corso della trattazione è stata condotta un'analisi empirica partendo dalle quotazioni di mercato di un paniere di strumenti “tradizionali” e “alternativi” nel periodo compreso tra il 15/05/2007 e il 15/05/2017.

Tale periodo è stato scelto come riferimento temporale per avere, da un lato, un'idonea significatività statistica, dall'altro, per includere periodi di forte *stress* e tensioni di mercato. Lo scopo dell'analisi è stato quello di valutare, secondo la *Modern Portfolio Theory* di H. Markovitz e nei limiti di un'analisi di questo tipo, come un'oculata strategia di diversificazione possa, utilizzando strumenti tradizionali e non, condurre a massimizzare il rendimento atteso per un determinato livello di rischio. La scelta degli indici di riferimento è stata ampia ed accurata per conseguire un soddisfacente livello di significatività dei dati.

Si è scelto di individuare nel rendimento atteso la variabile di maggiore significatività nella costruzione di un portafoglio. L'utilizzo del criterio medio-varianza ha permesso di focalizzarsi sull'analisi del rischio di mercato: tutti i portafogli che a parità di rischio, hanno il rendimento atteso più elevato, oppure, a parità di rendimento, hanno varianza più bassa sono selezionati per individuare la frontiera efficiente. Il portafoglio ottimale che si adatta all'investitore, sarà uno dei portafogli efficienti coerente con il proprio profilo di preferenza/utilità.

Uno degli aspetti maggiormente problematici nell'analisi empirica condotta ha riguardato senza dubbio la difficoltà nello stimare rendimenti attesi, varianze (rischio) e correlazioni a causa dell'esiguità delle serie storiche dei dati disponibili per

particolari sottoclassi degli “alternative”, soprattutto per quanto concerne gli investimenti nelle *asset classes* “infrastrutture” e “immobiliare”, il cui andamento è generalmente meglio rappresentato da dati e informazioni non disponibili sul mercato rispetto ad indici sintetici “quotati”.

Per ovviare a tale problematica, per ogni sottoclasse, è stato identificato un indice *proxy*, caratterizzato da un elevato grado di sintesi e di rappresentatività, per modellizzare le variabili di input del modello.

Dai risultati dei test empirici emergono tre evidenze particolarmente significative:

- l’inclusione degli investimenti alternativi in un portafoglio composto da soli *asset* tradizionali (azioni e *bonds*) migliora, per ogni dato livello di rendimento (o rischio), il *trade-off* rischio rendimento<sup>5</sup>;
- l’investimento in *asset classes* c.d. “alternative” offre agli investitori l’opportunità di ottenere combinazioni rischio-rendimento altrimenti non raggiungibili con i soli strumenti e/o strategie c.d. “tradizionali”;
- la struttura dell’*asset allocation* di una Cassa non può essere definita o limitata a priori attraverso vincoli esogeni sui pesi da attribuire a ciascuna *asset class* ma, nel perseguire obiettivi di sostenibilità ed adeguatezza, deve essere ricondotta alle caratteristiche socio-economiche degli aderenti, ai suoi specifici equilibri attuariali e finanziari, alla consistenza patrimoniale, al livello di *risk management* e *governance* adottato dall’ente.

Alla luce di tali risultanze, si possono evidenziare tre principali conclusioni:

- appare metodologicamente sbagliato fissare vincoli di portafoglio esogeni agli investitori previdenziali perché si rischia di impedire, o rendere difficile, a qualche investitore (e non a tutti) il perseguimento della sua politica ottimale di investimento necessaria a soddisfare tanto gli obiettivi di sostenibilità che di adeguatezza degli schemi pensionistici;
- il perseguimento di tali obiettivi richiede una robusta struttura di *governance* e adeguate competenze in tema di *risk management*;
- i *regulator* e i vigilanti in queste materie devono essere a loro volta dotati di adeguate conoscenze in materia. Indubbiamente il tema della valutazione di qualità ed efficacia della vigilanza acquisisce particolare rilevanza. Al riguardo, quanto meno meccanismi di “garanzia” – soprattutto in termini di dialogo preventivo e trasparente – può rendere l’azione dei vigilanti più professionale e qualificata.

I. PREMESSA: IL DIBATTITO INTERNAZIONALE SUGLI IMPIEGHI IN ECONOMIA REALE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI<sup>6</sup>

La domanda di investimenti in infrastrutture per affrontare le grandi sfide del XXI secolo avrà dimensioni mai viste prima, nella storia dell'umanità. Il tema è al centro dell'agenda globale e dei *policy maker* europei. Secondo stime recenti, nel periodo 2016-2030, per mantenere i tassi di crescita attuali, gli investimenti in infrastrutture non dovranno essere inferiori al 3,8% del Pil globale, ovvero una media di 3.300 miliardi all'anno dei il 40% nelle economie avanzate<sup>7</sup>.

Strade, porti, aeroporti, ferrovie e sistemi di telecomunicazione, ricerca e innovazione, generazione e distribuzione di energia, servizi pubblici locali, infrastrutture urbane e sociali giocheranno un ruolo molto importante nel sostegno alla crescita economica e sociale. Il finanziamento delle infrastrutture sta attraversando un cambiamento epocale. Ci vorrà del tempo, ma il nuovo modello che sta emergendo caratterizzerà una nuova fase, che potrebbe durare a lungo.

Tale modello, innanzitutto deve fare i conti con l'esigenza di sopperire a disponibilità sempre più ridotte da parte dei bilanci pubblici, nonché con una ridotta capacità di credito dei sistemi bancari, che con Basilea III potrebbe avere una rilevante componente strutturale. Temi che ovviamente incidono sugli altri due settori tipici dell'economia reale: quello dell'immobiliare e quello delle imprese, sia sotto il profilo del capitale di rischio (*private equity, venture capital, borsa*) sia sotto quello del capitale di credito (*private debt, project e mini-bond, mercati*).

Tuttavia, contemporaneamente, un'altra discontinuità storica, che potrebbe costituire parte della soluzione al problema, sembra essere in atto: gli investitori di lungo periodo, ed in particolare quelli di matrice previdenziale, stanno affrontando importanti cambiamenti nella loro funzione di investimento.

Certamente, con la recente crisi finanziaria internazionale, che è stata anche una crisi di rendimenti, sono emerse diverse esigenze di investimento orientate alla ricerca di titoli maggiormente rischiosi e redditizi. Ma il tema rilevante ai fini di questo lavoro non è tanto quello puramente momentaneo e congiunturale: ci sono, in questo trend, degli effetti che hanno la peculiarità di essere più stabili nel tempo.

Innanzitutto, la crisi ha messo in evidenza l'utilità per tutti gli investitori istituzionali di allargare stabilmente, ove non lo avessero già fatto, il perimetro dei propri impieghi verso *asset class* meno correlate al ciclo economico (come le infrastrutture) e alla volatilità dei mercati finanziari (come le piccole e medie imprese). Non solo.

La crisi finanziaria internazionale è stata anche una crisi di sostenibilità dei debiti pubblici e, in particolare, dei sistemi previdenziali pubblici. La crisi del tradizionale modello pensionistico basato sulla solidarietà intergenerazionale ha ridotto, presoché ovunque in ambito OCSE, le aspettative di trattamento previdenziale pubblico di base, dando al contempo importanza agli investimenti rispetto alla mera trasformazione dei contributi in pensioni, ed ha esaltato il ruolo attuale e potenziale dei fondi pensione di secondo pilastro, ponendoli di fronte alla necessità di ottimizzare gli investimenti per massimizzare i risultati.

Da questi fenomeni, certamente accresciuti nell'epoca recente dagli aspetti anche solo congiunturali, è nata la ricerca da parte degli investitori istituzionali assicurativi e previdenziali di strumenti finanziari con profili di rischio/rendimento diversi.

In relazione agli investimenti di lungo periodo, l'OCSE ha stimato un *gap* potenziale pari a 5.000 miliardi di dollari<sup>8</sup>. Gli investimenti in infrastrutture di investitori istituzionali possono in parte sopperire a questo squilibrio tra offerta e domanda anche se, come si vedrà, questo passaggio è ancora molto penalizzato da regolazioni non ben calibrate e in fase di troppo lenta evoluzione.

Ed è qui che, come abbiamo già osservato in precedenza, si arriva al punto centrale dell'attuale dibattito: il problema non è tanto quello di veicolare, magari forzatamente, il risparmio previdenziale e assicurativo verso i bisogni che non sono più soddisfatti, come in passato, da risorse pubbliche o dal credito bancario; il discorso, piuttosto, è quello di prendere atto che esiste un parallelo cambiamento e un conseguente genuino interesse da parte degli investitori verso altre *asset class* più direttamente legate all'economia reale<sup>9</sup> in quanto, a determinate condizioni, ravvisano in tali impieghi un'opportunità di ottimizzazione dei propri portafogli e delle proprie funzioni.

Si tratta, dunque, di individuare e realizzare proprio quelle “determinate condizioni” che consentono di nobilitare al massimo questo rapporto tra risparmio previdenziale e investimenti in economia reale. Condizioni che sono interne ed esterne al settore degli investitori ma che passano per la capacità di avere una lettura sistematica dei fenomeni in atto e quella – conseguente – di agire in diverse direzioni.

Un lavoro che potrebbe essere particolarmente utile ed efficace proprio nel settore delle infrastrutture. Questo perché, per certi versi, gli investitori istituzionali di lungo periodo rappresentano la più ovvia fonte di capitale per i progetti di investimento in tale ambito e, per contro, le infrastrutture, un impiego ideale per loro.

Orizzonte di lungo periodo, bassa volatilità, prevedibilità e stabilità dei flussi di cassa sono caratteristiche coerenti con la natura di lungo periodo delle passività previdenziali.

Il premio di “illiquidità” insito negli impieghi in infrastrutture può diventare particolarmente interessante per gli investitori di lungo periodo in grado di detenere tali *asset* nei loro libri fino alla “maturità”. Per tale motivo, una quota di investimenti in infrastrutture può rappresentare un ottimo e sostenibile contrappeso a più tradizionali investimenti, al fine di bilanciare opportunamente portafogli altamente liquidi e ampiamente esposti alla volatilità.

Peraltro, strumenti finanziari per le infrastrutture meno illiquidi potrebbero emergere nel medio e lungo periodo. *Project bonds*, *collateralized bond obligations (CBOs)* o *collateralized loan obligations (CLOs)*, potrebbero permettere una più efficiente “raccolta” (*pooling*) del rischio relativo alle infrastrutture, creando così mercati più liquidi, aperti anche ai fondi comuni e al risparmio diffuso.

Affinché ciò avvenga devono realizzarsi alcune condizioni, tra le quali: una raccolta ampia e affidabile dei dati sugli investimenti in infrastrutture in grado di mi-

surare meglio le caratteristiche rischio-rendimento dei vari prodotti; una maggiore standardizzazione dei contratti e delle categorie di rischio; forme di aggregazione o raccolta di progetti di minor dimensione (*project pooling*); sviluppo di fondi dedicati e cartolarizzazioni; un maggior ricorso ai PPP nei Paesi che (a differenza di UK, Francia e Spagna) fanno ancora poco ricorso a queste forme di incentivazione agli investimenti e ai finanziamenti privati di progetti infrastrutturali; un ruolo più attivo delle banche promozionali di sviluppo e dei Governi come *market maker*.

I Governi, in particolare, devono creare le condizioni per consentire alla PA, centrale e locale, di definire e proporre progetti di buona qualità (cioè bancabili ed eleggibili per investitori), anche istituendo appositi organismi atti a supportare le loro istituzioni regionali e locali nella strutturazione delle iniziative, rimuovendo le barriere regolamentari e strutturali e, in generale, costruendo basi più solide per mercati e per le infrastrutture.

L'insieme di queste azioni dovrebbe essere diretto a creare una nuova classe di investimenti o, più semplicemente, a favorire la trasformazione delle infrastrutture in una *asset class* adeguata alle esigenze degli investitori istituzionali e previdenziali.

Il gioco, del resto, vale la candela. Se, infatti, consideriamo tutti gli investitori (e finanziatori) definibili come teoricamente “di lungo periodo” vediamo che ad inizio 2016 disponevano – a livello internazionale – di oltre 120.000 miliardi di dollari, l'87% dei quali di provenienza dalle economie avanzate. Questi investitori includono: banche (40.000 mld), compagnie di assicurazione e fondi pensione privati (26.000 mld), fondi pensione pubblici (11.000 mld), fondi sovrani (6.000 mld) e altri fondi di dotazione (1.000 mld) (Fonte: OCSE, 2016). Anche a livello italiano le cifre non sono di poco conto; circa 1.000 mld di euro se consideriamo fondi pensione, Casse di previdenza, assicurazioni e fondazioni bancarie.

Per tutti questi motivi, peraltro, in varie regioni del pianeta sono nati programmi speciali dedicati alle infrastrutture, basati sull'intento di incentivare gli investimenti privati; anche a livello europeo il c.d. Piano Juncker è stato disegnato come strumento per intercettare questa offerta di investimenti<sup>10</sup>.

Uno dei suoi principali obiettivi è stato quello di promuovere riforme nazionali intese a creare migliori condizioni per gli investitori, a elevare le capacità tecniche degli operatori e ad aumentare il numero dei progetti c.d. “bancabili”. Una quota di finanziamento pubblico a fondo perduto o meglio, una garanzia pubblica, può infatti rendere bancabili ed eleggibili per investitori progetti che altrimenti non sarebbero tali. Deve trattarsi, ovviamente, di progetti con elevate esternalità positive di interesse generale, che possono portare maggiore solidità ai portafogli degli investitori e meritare l'interesse dello Stato o delle altre istituzioni pubbliche.

Da tali considerazioni iniziamo il nostro breve percorso volto ad esplorare le principali evoluzioni sotto il profilo delle regole per gli investimenti e dei criteri benefici che impieghi di questa natura possono portare in un portafoglio ben costruito, non senza alcune verifiche empiriche che sembrano confermare gli assunti della teoria disponibile, sebbene con alcune limitazioni legate alla rappresentatività dei campioni utilizzati.

## 1.1. Le regole

Indubbiamente le regole possono essere la conseguenza di un mercato che cresce e si trasforma spontaneamente fino a richiedere l'intervento normativo per scopi di interesse generale oppure, al contrario, possono costituire un'utile strumento di politica economica che contribuisce a creare l'innovazione di cui si sente il bisogno. Nella gran parte dei casi, però, le regole riflettono le circostanze materiali di un settore, mutando in parallelo con queste. In tale prospettiva, le regole devono soprattutto costituire – nel tempo – una buona sintesi tra la situazione esistente e le esigenze di cambiamento poste dalle circostanze di medio-termine, riflettendo gli obiettivi che, pur gradualmente, si intende perseguire.

### 1.1.1. La regolazione finanziaria per gli investimenti di lungo periodo: il dibattito a livello internazionale

Il tema degli investimenti di lungo termine assume particolare importanza a livello globale dopo la crisi del 2008 e soprattutto durante la presidenza russa del G-20 (anno 2013), quando il Summit dei Ministri delle Finanze e delle Banche Centrali diede indicazione all'OCSE di sviluppare i cosiddetti "*High-level Principles on Long-Term Investment Financing by Institutional Investors*", ovvero principi intesi a promuovere gli investimenti di lungo termine da parte di investitori istituzionali.

In tale prospettiva è rilevante sottolineare come lo stimolo a tale approfondimento non sia nato solo dalla consapevolezza, pur vera in una prospettiva generale di politica economica, che gli elevati debiti pubblici e la crisi endemica delle banche facciano guardare al risparmio privato ed istituzionale come una risorsa disponibile per investimenti in ambiti tradizionalmente di competenza del soggetto pubblico (infrastrutture) e del sistema bancario (fondi di debito), quanto piuttosto dalla crescente e diffusa convinzione che proprio l'economia reale costituisca un'opportunità più solida per i nuovi e crescenti bisogni degli investitori istituzionali, e non necessariamente più rischiosa rispetto al cortocircuito puramente finanziario e cartolare messo in luce dalla lunga crisi degli ultimi 10 anni.

La discontinuità storica che si è aperta nei sistemi economici occidentali sembra aver riportato al centro del dibattito l'esigenza di tornare ad agire sui fondamentali di tali sistemi. In tale direzione va anche la crescente necessità di investimenti finalizzati a migliorare l'impatto ambientale e sociale delle attività, rispondendo alle sempre più complesse sfide dello sviluppo sostenibile. Allo stesso tempo, le complesse rivoluzioni tecnologiche in atto (digitalizzazione, *machine learning*, IoT, robotica, ecc.) stanno ridefinendo i confini dei tradizionali settori produttivi, determinando l'opportunità/necessità di riprogettare radicalmente i prodotti e i servizi, nonché di innovare i modelli di *business* e le modalità di creazione di valore. Nella così detta "economia reale", sono dunque in atto due grandi tendenze, peraltro in molti aspetti interdipendenti, che convergono nel determinare una domanda di nuovi investimenti molto elevata e tutt'altro che congiunturale.

Partendo da tali considerazioni si pongono alcuni importanti interrogativi: gli investitori istituzionali dei vari Paesi OCSE sono in grado di cogliere appieno le rilevanti opportunità provenienti dall'economia reale (che potrebbero essere ben più significative nei prossimi anni rispetto a quelle derivanti dai tradizionali mercati finanziari)? E perché tali opportunità in alcuni Paesi (tra i quali l'Italia) occupano ancora uno spazio così limitato nei portafogli mentre registrano uno spazio già significativo nell'*asset allocation* di altri Paesi? Come mai investitori istituzionali di eguale natura (per esempio previdenziale) mostrano in diversi Paesi *asset allocation* così diverse e normative così distanti? E come mai alcuni operatori effettuano investimenti alternativi persino in Paesi nei quali gli stessi investimenti sono vietati o variamente limitati ai loro omologhi locali? Le cause di tali differenze risiedono nella percezione delle proprie finalità, nel quadro regolamentare esistente, nella struttura ed organizzazione di tali investitori, nell'attuale struttura dei mercati finanziari, nell'offerta di strumenti di investimento nelle opportunità concretamente offerte agli investitori, in relazione anche al quadro normativo e alle procedure amministrative che ne regolano la realizzazione, influenzandone l'efficienza e l'efficacia.

È plausibile che tutti questi aspetti contribuiscano al risultato generale per cui un'analisi completa deve necessariamente procedere lungo tutta la filiera di possibili ragioni sopra delineate.

Con tale consapevolezza, è proprio dalle regole che sono partite le principali istituzioni finanziarie internazionali e sovranazionali. Quest'ultime, ormai da molti anni, conducono una profonda riflessione sulle *policy* utili agli investitori per conseguire i benefici potenzialmente derivanti dal maggior coinvolgimento del risparmio istituzionale nell'economia reale anche attraverso una serie di approfonditi studi specifici, che costituiscono un importante bagaglio informativo. In successione, hanno analizzato i migliori esempi disponibili a livello internazionale, partendo dalla valutazione delle determinanti all'investimento<sup>11</sup>; passando alla relativa capacità degli investitori di vari Paesi di trarre beneficio da impegni in economia reale (nei rispettivi Paesi e a livello internazionale) per arrivare, infine, ad analizzare i quadri regolatori presenti nei vari ordinamenti.

Sebbene da tutte queste analisi internazionali sia risultato complicato arrivare a proposte di *policy* generali e universalmente valide, sono tuttavia emersi alcuni interessanti spunti di riflessione: in particolare, è stato evidenziato come, negli anni precedenti l'inizio della prolungata crisi economica, le normative di diversi Paesi OCSE avessero progressivamente ridotto la possibilità di investimento degli operatori istituzionali in economia reale, quasi sempre sulla base di assunti ideologici non confortati da specifiche ricerche teoriche e talvolta persino smentiti dall'evidenza empirica.

Da tali analisi emerge che, in forza di valutazioni di presunta «micro-prudenzialità», si siano trascurati più sostanziali elementi di «macro-prudenzialità», incentivando così investimenti (e comportamenti) che hanno finito con alimentare la volatilità dei mercati e la loro portata cartolare e «derivata», accrescendo in tal modo i rischi sistemici, e quindi la stessa rischiosità dei portafogli di quegli investitori che si intendeva tutelare.

Sotto questo profilo, recenti studi dell'OCSE<sup>12</sup> hanno evidenziato la maggiore efficacia – sia sotto il profilo della tutela – di regole quali e quantitative, fondate su prescrizioni di *governance* e *risk management*, rispetto a quelle esclusivamente quantitative basate su stringenti vincoli di portafoglio, su forme di gestione “amministrata” del risparmio o anche su criteri di assorbimento del capitale meramente a fini regolamentari.

Nulla vieta, naturalmente, di considerare un *mix* di approcci laddove si intenda ipotizzare un percorso graduale nel tempo, ma appare preferibile adottare prescrizioni sui processi di valutazione dell'equilibrio tra capitale e rischi rispetto a quelle meramente quantitative sugli investimenti, specie se eguali per tutti senza alcuna capacità di distinzione.

Alla luce di tali considerazioni e della plastica evoluzione del tema a livello internazionale, appare di particolare interesse una valutazione specifica dedicata all'Italia per esaminare l'atteggiamento del nostro legislatore, i giudizi degli investitori istituzionali del nostro Paese (fondi pensione negoziali e preesistenti, assicurazioni e Casse di previdenza) e dei loro *stakeholders* sulla normativa attuale, nonché le eventuali raccomandazioni di *policy* che ne possono derivare.

In tale contesto, se il tema della regolamentazione appare indubbiamente importante, non vi è dubbio che esiste anche un tema di “mercati” e “strumenti”, quali elementi fondamentali di riferimento per consentire agli investitori istituzionali quell'accesso virtuoso alle opportunità dell'economia reale tanto auspicato.

## 1.2. I mercati

Quando si parla di mercati per l'economia reale si fa riferimento almeno a due diversi livelli: il mercato finanziario e della gestione del risparmio (comparto dei c.d. alternativi) e i singoli mercati potenzialmente oggetto di investimento (es. le infrastrutture o singoli comparti di tale settore; le PMI o l'immobiliare)<sup>13</sup>.

Sul primo fronte non possiamo trascurare l'enorme lavoro che è stato svolto in questi anni, ed è ancora in corso, in ambito UE sulla riscrittura delle regole del settore bancario e dei mercati finanziari, inclusa la componente relativa ai c.d. alternativi, dove è in atto un intenso e dinamico cantiere di innovazione delle regole e degli strumenti (SICAF, ELTIF, fondi di credito per PMI ed infrastrutture; ecc.).

Con diretto riferimento all'Italia, si può sinteticamente rimarcare la difficoltà che essa ha spesso avuto nel cogliere tutte le potenzialità di tali regole, ciò anche per l'arretratezza del nostro mercato dei servizi di risparmio gestito nel comparto degli alternativi, mercato che è stato tradizionalmente dominato da operatori di emanazione bancaria che hanno sviluppato una forte e autorevole competenza sui mercati finanziari più tradizionali (di tipo cartolare), ma una più scarsa vocazione all'economia reale, con un'industria di prodotti alternativi meno evoluta ed avanzata rispetto a quella esistente in altri Paesi OCSE e con dei *regulator* e delle autorità di vigilanza anch'esse, probabilmente non a caso, più competenti in materia prettamente finanziaria che in altri ambiti.

Poiché gli investitori istituzionali italiani sono ancora molto lontani dall'autonomia operativa dei grandi fondi pensione del Nord America o delle assicurazioni europee – che effettuano in misura molto ampia investimenti diretti – occorre auspicare una rapida crescita dell'offerta di validi prodotti alternativi per adeguarsi ad una domanda che oggi, prima ancora che dalle regole, proviene con prepotenza dalla ricerca di rendimenti più elevati e solidi nel tempo di quelli reperibili sui tradizionali mercati finanziari.

Sul secondo fronte, ovvero quello delle regole dei mercati sottostanti oggetto di possibile investimento, appare chiaro che in molti Paesi tali regole siano state concepite in passato senza particolare attenzione all'eventuale coinvolgimento del risparmio istituzionale. Da tale circostanza, oltre che dalle attuali (inadeguate) pratiche prevalenti, deriva la percezione di una “scarsità di progetti”, ovvero la difficoltà di individuare progetti strutturati per essere bancabili ed eleggibili per investitori istituzionali<sup>14</sup>.

Sotto questo profilo, non sarebbe quindi meno rilevante, in seconda battuta, una riflessione generale sulle regole vigenti e le pratiche prevalenti nei singoli settori industriali e infrastrutturali di possibile interesse degli investitori istituzionali, concepite in passato senza particolare attenzione all'eventuale coinvolgimento di tali investitori. In assenza di un lavoro “allargato”, appare perfettamente comprensibile quella difficoltà di individuare progetti bancabili ed eleggibili per gli investitori istituzionali o gli ILP, che è da tempo denunciata a più riprese dalle principali istituzioni internazionali e sovranazionali (OCSE, BRI, BEI, ecc.).

### 1.3. *Gli strumenti*

Il tema dei mercati ci porta, in conclusione, al connesso argomento degli strumenti di investimento.

Nell'assunto che le Casse di previdenza, i fondi pensione e le assicurazioni dei vari Paesi OCSE siano effettivamente investitori di medio-lungo periodo, come di solito presume la teoria economica, non sono mancate, in questi anni, specifiche proposte a livello internazionale volte ad introdurre strumenti adatti a tali investitori.

Al riguardo va un punto importante: non si tratta tanto di pensare strumenti “dedicati” a Casse di previdenza, fondi pensione e assicurazioni diversi da quelli già ampiamente in essere sul mercato internazionale, quanto piuttosto di verificare se ci sono spazi di innovazione da cogliere per accrescere un potenziale che oggi può essere ancora ampiamente inespresso, ovvero, in alcuni Paesi, particolari esigenze – magari temporanee – di superamento di vuoti o fallimenti del mercato.

Gli strumenti attualmente utilizzati sono noti: innanzitutto società (semplici società per azioni o SICAF e SIIQ, quotate e non quotate) e fondi di investimento che agiscono come promotori nel settore delle PMI (*private equity* di maggioranza), delle infrastrutture (*private equity* per le infrastrutture) e dell'immobiliare; quindi, più di recente, veicoli e fondi di investimento specializzati nell'erogazione del credito (fondi di *private debt* per le PMI, le infrastrutture e l'immobiliare); non mancano ovvia-

mente i veicoli di investimento ibridi (mezzanino, debito subordinato o *equity* di minoranza); infine, strumenti di mercato finanziario come particolari obbligazioni (*project bond*, *hydro bond*, “*mini-bond*”).

Da segnalare anche un aspetto di particolare interesse che sarà ripreso più avanti: sebbene sia molto comune la selezione diretta di gestori del risparmio specializzati in investimenti alternativi, a livello internazionale molto spesso numerosi fondi pensione e assicurazioni costituiscono direttamente i propri veicoli di investimento, affidandoli a *manager* specializzati, di cui ne detengono anche al 100%.

Sebbene l’esperienza e il mercato internazionale presentino già una varietà di strumenti, peraltro arricchita negli ultimi anni da interessanti fenomeni di innovazione finanziaria (da segnalare in particolare la rapida crescita dei fondi di *private debt* e dei fondi di investimento in infrastrutture *greenfield*), non sono mancate politiche volte a favorire, ed ulteriormente incrementare, l’offerta di strumenti di investimento adatti agli investitori istituzionali.

Rimanendo nel contesto dell’UE, l’intero Piano Juncker, con il suo moltiplicatore di 15 tra le risorse del bilancio dell’UE e quelle di ipotetico investimento, fa ampio riferimento al potenziale del risparmio privato, valorizzando in particolar modo le banche di sviluppo (BEI e quelle nazionali) e lo strumento delle garanzie.

Infine, il recente successo dei PIR in Italia conferma ancora una volta come la leva fiscale possa avere un effetto rilevante nello sviluppo di nuovi circuiti finanziari a beneficio dell’economia reale (effetto virtuoso o distorsivo, a seconda di come venga usata tale leva).

Un particolare tentativo di innovazione in materia di “veicoli di investimento” è quello maturato a livello europeo con i c.d. fondi di investimento europei a lungo termine, meglio noti come ELTIF (*European Long-Term Investment Fund*), che avrebbero dovuto facilitare gli investimenti in economia reale da parte di investitori istituzionali e *retail* attraverso strumenti pensati per arrivare a durate fino ad oggi poco presenti sui mercati nazionali e internazionali.

L’introduzione degli ELTIF si inserisce nel contesto della ricerca di iniziative e/o strumenti volti ad incoraggiare la costruzione di un mercato unico dei capitali in Europa. Affinché tutto ciò possa avere successo, è necessario che ci sia anche un’azione più profonda che, invece di partire a ritroso dai bisogni dell’economia reale, trovi il proprio fondamento nei bisogni di quegli investitori che si intende stimolare.

Da tutto il ragionamento seguito appare chiaro che un dibattito sugli strumenti è condizionato e subordinato a quello sulle regole e sui mercati, che costituiscono le premesse indispensabili per portare gli investitori istituzionali verso le opportunità fornite dall’economia reale. L’arretratezza dei mercati e la scarsa qualità delle regole (si pensi anche all’occasione persa con l’introduzione in Italia delle SICAF) determina anche una difficoltà di innovazione e una scarsità di strumenti di investimento nonché, più in generale, una modesta articolazione e diversificazione di tali strumenti.

È dunque comprensibile come tali circostanze non abbiano favorito in Italia un’innovazione di prodotto rapida ed efficace, con la conseguenza che oggi nel nostro Paese anche quegli investitori che volessero accrescere la rispettiva esposizione verso l’economia reale del Paese trovano rilevanti difficoltà, in virtù di gravi ritardi e la-

cune nell'offerta, salvo naturalmente la possibilità di guardare ad operatori esteri geograficamente diversificati<sup>15</sup>.

In conclusione, si rende necessario, al perseguimento dei fini istituzionali degli investitori previdenziali ed assicurativi, elaborare proposte, articolate in termini di regole-mercati-strumenti, da sottoporre ai *policy makers* per sostenere e promuovere un sano e solido impiego del risparmio istituzionale di lungo termine nell'economia reale, con adeguate modalità.

#### 1.4. La ricerca Astrid – LUISS per le Casse di previdenza

Sebbene la presente ricerca parta dalla necessità di chiarire meglio la natura giuridica delle Casse di previdenza (tutti gli enti di cui al d.lgs. 509/1994 e d.lgs. 103/1996), oggi messa in discussione da contraddizioni che ne affliggono la possibilità di un coerente e corretto inquadramento, è sugli aspetti di strategia di investimento, *risk appetite*, *risk management* e *asset allocation* che si deve altresì effettuare un'importante riflessione.

Quale che sia, infatti, la conclusione sui profili giuridici, esiste un tema di adeguamento e modernizzazione delle logiche di gestione del risparmio previdenziale gestito dalle Casse di previdenza che, costituendo un primo pilastro alimentato dai soli contributi dei beneficiari (senza supporto alcuno né dello Stato né del datore di lavoro che per i liberi professionisti coincide con il lavoratore), deve porre massima attenzione non solo a minimizzare il rischio *tout court*, quanto ad ottimizzare il rapporto rischio-rendimento dato un certo livello accettabile di rischio obiettivo.

Pare quindi non essere un caso che le contraddizioni riguardanti l'impianto normativo disciplinante il settore delle Casse di previdenza siano esplose di recente, proprio nella delicata materia degli investimenti. Si pone, pertanto, l'esigenza oltre che di un chiarimento giuridico più ampio – che potrebbe altresì confortare la possibilità del settore di autoregolamentarsi – anche di un'analisi sulla finalità e sulla natura degli investimenti, i quali non dovrebbero sbilanciarsi né verso paralizzanti impostazioni iper-prudenziali, né verso forme di gestione amministrata del risparmio da parte dello Stato, né, infine, verso soluzioni sconnesse dal livello organizzativo interno a questi enti.

Sul tema, si ricorda che il D.L. 98/2011 aveva ipotizzato un lavoro articolato, iniziato con una fase di consultazione con il mercato, conclusasi nel dicembre del 2014, alla quale avrebbe dovuto seguire l'emanazione di un Decreto del MEF contenente, tra le altre cose, limiti di investimento riferiti alle diverse *asset class* di possibile impiego delle risorse delle Casse di previdenza.

Il processo di successiva elaborazione di tale Decreto, tuttavia, a prescindere da considerazioni sulle modalità poco trasparenti e tutte interne alla Pubblica Amministrazione, ha portato ad un esito apparso a molti osservatori discutibile, tanto da generare numerose ed autorevoli critiche anche da parte di soggetti istituzionali e da portare il provvedimento in un limbo dal quale ancora non sembra uscire<sup>16</sup>.

L'analisi della bozza di provvedimento, in termini di qualità del contenuto, conduce ad un altro importante tema, peraltro ancor più rilevante anche ai fini di un'eventuale autoregolamentazione in materia di investimenti da parte delle Casse di previdenza (e in ogni caso quale riscontro tecnico utile ad una verifica di qualità delle metodologie e dei principi eventualmente utilizzati dalla Pubblica Amministrazione): quello dei principi di regolazione, che costituiscono la *best practice* internazionale per investitori analoghi alle Casse di previdenza (tenendo conto dell'accordo IORP II pubblicato a dicembre 2016 nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea) e delle relative implicazioni di *asset allocation* e *risk management* che possono essere poste alla base, in forma metodologicamente corretta, di una buona gestione attuariale e finanziaria.

Per le Casse professionali ciò si tradurrebbe nella necessità di responsabilizzare i rispettivi consigli di amministrazione, rafforzando la funzione finanza interna, le relative strutture organizzative e la presenza di professionalità adeguate ai rischi connessi alla politica di investimento perseguita. La gestione degli attivi delle Casse dovrà, come sempre, basarsi sul principio della "persona prudente", principio che definisce gli orizzonti di rischio-rendimento più adeguati agli obiettivi dell'ente, indicando il limite massimo di rischio tollerabile (*budget* di rischio, perdita massima potenziale) sia relativamente ai singoli investimenti che, complessivamente, all'intero portafoglio.

In particolare, rileva evidenziare soprattutto lo spazio teorico e i possibili effetti dell'inclusione in tale *asset allocation* di investimenti c.d. alternativi, soprattutto in infrastrutture, che costituiscono quel possibile ingresso nell'economia reale che viene da tutti gli investitori auspicato. Più in generale, in tema di investimenti la ricerca si soffermerà sui principi tecnici posti alla base della gestione degli attivi delle Casse che sono chiamate a perseguire l'ottimizzazione del rapporto redditività-rischio attraverso lo sviluppo di criteri di adeguata professionalità, attenzione ai processi, conoscenza e gestione dei rischi inerenti gli investimenti. Nell'ambito del progetto di ricerca sarà quindi fornito un particolare focus sugli investimenti alternativi e sui potenziali costi/benefici che essi comportano per gli investitori istituzionali, nonché sugli attuali ostacoli allo sviluppo di tali investimenti. Al riguardo rileva soprattutto lo sviluppo di un nuovo approccio analitico ed operativo che vede, oltre alle metodologie di selezione e monitoraggio classiche che fanno riferimento a parametri numerici ed indici di riferimento (*benchmark*), l'adozione di processi di analisi e valutazione maggiormente qualitativi.

Una particolare rilevanza sarà data alle infrastrutture, che costituiscono una delle *asset class* più familiari per gli investitori previdenziali internazionali. In generale, dunque, la presente ricerca, dopo aver chiarito l'inquadramento giuridico, nella sua espressione più ampia, ambisce a diventare una cornice metodologica in grado di aiutare le Casse nel processo di autoregolamentazione, fornendo loro delle linee guida per la definizione e il monitoraggio di un efficace *asset allocation* che sfrutti a pieno i benefici degli investimenti nell'economia reale.

## 2. OVERVIEW SULLE CASSE DI PREVIDENZA E LIMITI DI INVESTIMENTO

Il quadro normativo di riferimento che caratterizza le Casse private dei professionisti è molto articolato e complesso: al processo di privatizzazione – conclusosi con il decreto legislativo 30 Giugno 1994, n. 509 – e di creazione di nuovi enti previdenziali privati – attraverso il decreto legislativo 10 Febbraio 1996, n. 103 – ha fatto seguito un processo legislativo spesso orientato ad una ripubblicizzazione del settore, soprattutto in virtù della rilevanza dell'attività esercitata da tali enti, che resta tuttora alimentato esclusivamente da contributi privati. Senza alcun onere per lo Stato e la collettività generale, la *ratio* dei numerosi interventi da parte del legislatore sulle Casse, la si può trovare certamente nella rilevanza sociale dell'attività svolta dalle stesse e nell'importanza del segmento della previdenza di base, in termini numerici e di risorse economiche gestite, cui detti enti si riferiscono.

In considerazione del fatto che le Casse di previdenza svolgono attività con finalità di pubblico interesse e costituiscono un elemento fondante del sistema previdenziale obbligatorio, esse sono state sottoposte alla vigilanza di fin troppi soggetti controllori spesso sovrapposti tra loro. Tra questi da segnalare il Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali e il Ministero dell'Economia e delle Finanze (per Cassa forense e per la Cassa del notariato, anche il Ministero della Giustizia) nonché il controllo effettuato dalla Corte dei Conti sulla gestione nel suo complesso. Dal 2012, inoltre, alla COVIP (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione) è affidato il controllo sugli investimenti finanziari e sulla composizione del patrimonio delle Casse.

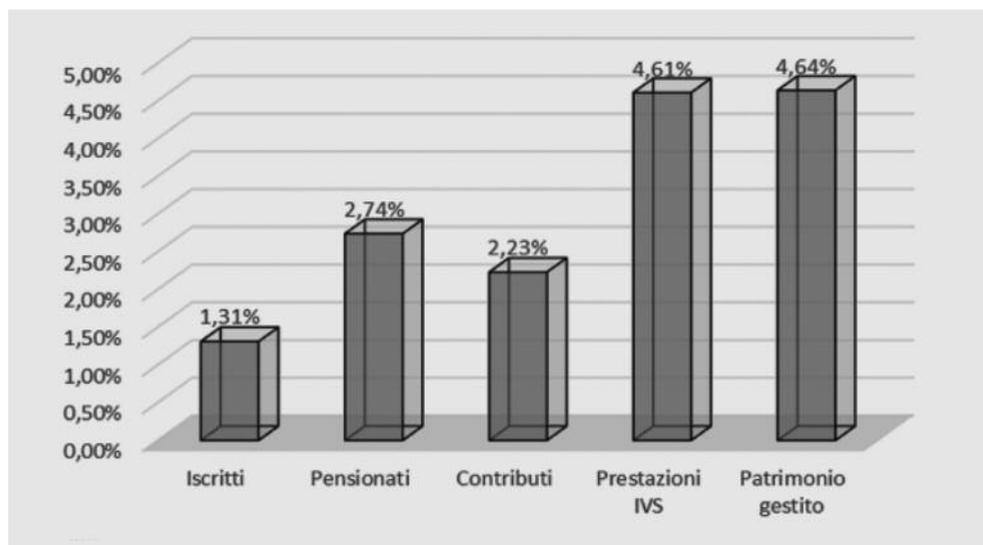
## 2.1. Le Casse di previdenza: dimensioni e caratteristiche del settore

Attualmente le Casse di previdenza professionali sono 22 (15 privatizzate ai sensi del d.lgs. n. 509/1994 e 7 di cui al del d.lgs. n. 103/1996) e gestiscono (prevalentemente) la previdenza obbligatoria di base per circa 1,6 milioni di professionisti in attività e 390 mila professionisti in quiescenza.

Stante gli ultimi dati a disposizione, desunti dal VI rapporto AdEPP (cui sono associate 20 Casse professionali, tra enti *ex* 509 ed enti *ex* 103, e cui si riferiscono le indicazioni numeriche contenute nel presente paragrafo e nel successivo), al 31.12.2015 le Casse dei liberi professionisti contano 1.488.979 iscritti (+1,31% rispetto al 2014), comprensivi, ove presenti, dei cosiddetti pensionati “attivi”, e 368.339 pensionati (+2,74% rispetto al 2014). Alla stessa data, la raccolta contributiva complessiva delle 20 Casse si attesta a 9.113 milioni di euro (+2,23% rispetto al 2014) mentre le prestazioni invalidità, vecchiaia e superstiti erogate a 5.524 milioni di euro (+4,61% rispetto al 2014). Le variazioni indicate per ciascuna delle predette grandezze sono riportate nella Figura 1.

Nella stessa Figura si riporta anche la variazione del patrimonio complessivamente gestito nel 2015 rispetto al 2014; in particolare con un criterio di valorizzazione *mark to market*, esso è risultato pari a 73,23 miliardi di euro nel 2015 contro i 69,98 miliardi di euro del 2014, con una variazione di +4,64%.

Figura 1 – Principali indicatori delle Casse di previdenza dei liberi professionisti: tassi di variazione nel 2015



## 2.2. La struttura del patrimonio delle Casse: situazione attuale e prospettive future

Come accennato nel precedente paragrafo, la crescita degli attivi di bilancio delle Casse procede a ritmi molto sostenuti; nella Figura 2 che segue si evidenzia l'evoluzione del patrimonio complessivamente gestito, per gli anni dal 2011 al 2015 (Fonte AdEPP – VI Rapporto). Gli importi sono in milioni di euro.

La variazione media annua registrata nel quinquennio osservato è pari al 6,07% con una variazione complessiva del 34,3% in cinque anni (+9,47% tra il 2011 e il 2012, +7,23% tra il 2012 e il 2013, +9,32% tra il 2013 e il 2014 e il +4,64% tra il 2014 e il 2015 – cfr. Figura 3).

Tali incrementi sono dipesi in parte dal complesso delle entrate per le contribuzioni previdenziali – rivelatesi evidentemente superiori rispetto al totale delle uscite associate all'erogazione delle prestazioni previdenziali – e in parte dai rendimenti conseguiti sugli attivi derivanti dalla gestione finanziaria.

Inoltre, nel 2015 il patrimonio complessivo è per il 69,8% (pari a 51,1 miliardi di euro a valori contabili) in gestione diretta e per la parte restante in gestione indiretta. Nel prosieguo si presenta una descrizione del patrimonio investito per *asset class* distinguendo tra attività in gestione diretta e attività in gestione indiretta. In particolare, come si evince dalla Figura 4 e dalla Figura 5, le attività detenute in gestione diretta comprendono in via prevalente OICR non armonizzati (26,8% del valore contabile totale delle attività in gestione diretta), OICR armonizzati (17,5% del valore contabile totale delle attività in gestione diretta) e Titoli di Stato o di organismi sovranazionali (11,5% del valore contabile totale delle attività in gestione diretta).

Considerando il peso degli investimenti diretti sul totale delle attività in gestione diretta, mentre per i primi è stato riscontrato un trend in costante crescita (dal

Figura 2 - Casse di previdenza dei liberi professionisti: evoluzione del patrimonio gestito – (importi in milioni di euro)

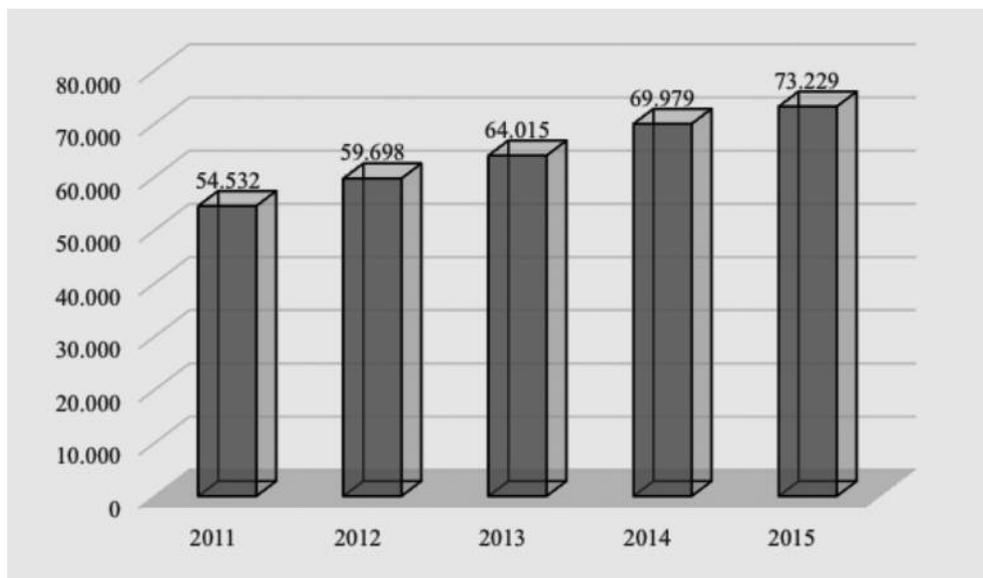
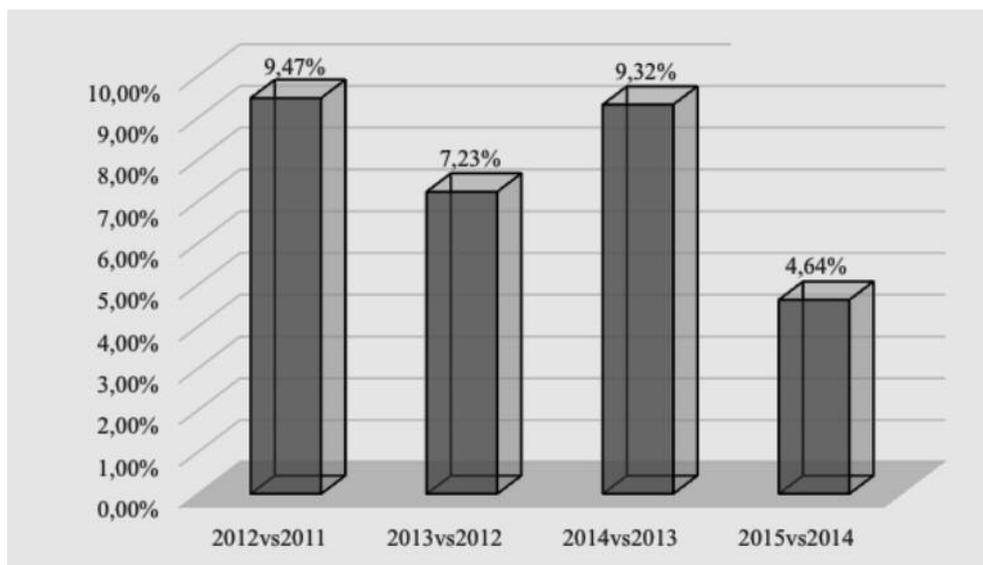


Figura 3 - Casse di previdenza dei liberi professionisti: dinamica di crescita del patrimonio – variazioni percentuali



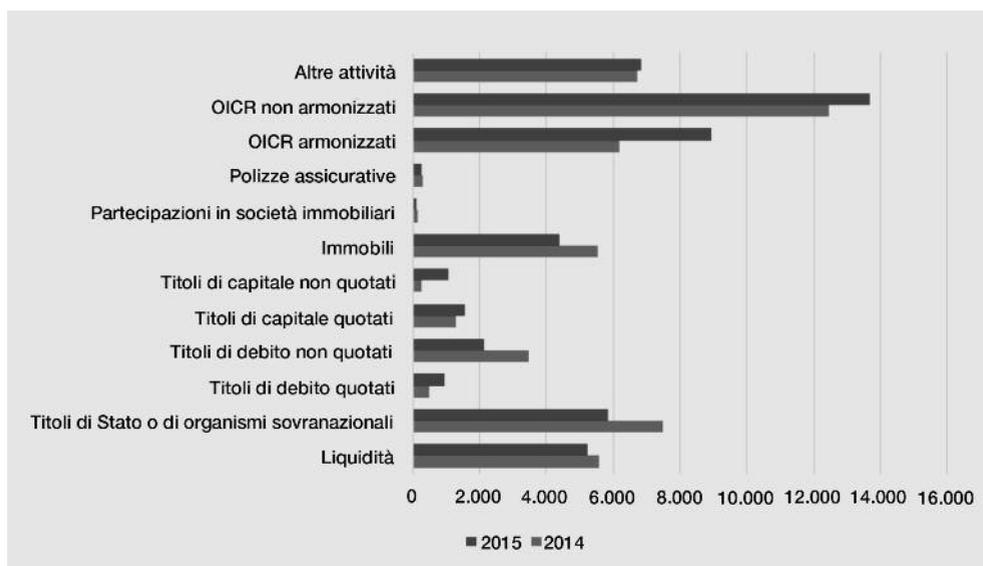
18,5% del 2011 al 26,8% del 2015) per gli ultimi si è assistito nel 2015 ad una netta diminuzione (dal 15% del 2014 al 11,5% del 2015).

In relazione, invece, alle attività detenute come investimenti in gestione indiretta (cfr. Figura 6), il cui valore contabile a fine 2015 è risultato pari a 17,5 miliardi di

Figura 4 - Attività in gestione diretta: ripartizione per asset class (2015)

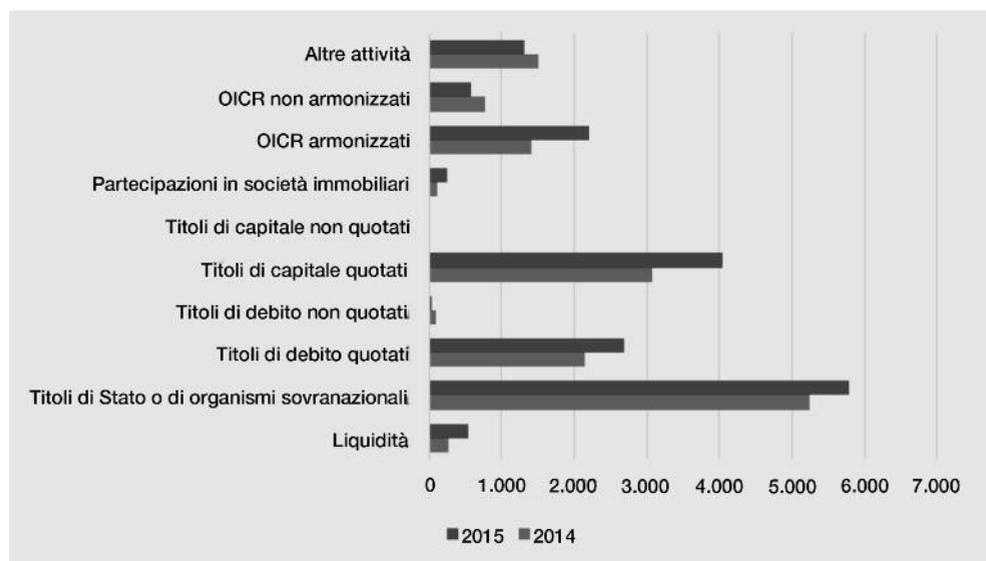


Figura 5 - Attività in gestione diretta (Valori contabili in milioni di euro)



euro, si riscontra una leggera flessione sia della componente investita in Titoli di Stato o di organismi sovranazionali (dal 35,8% del 2014 al 33,1% del 2015), sia di quella investita in OICR non armonizzati (dal 5,3% del 2014 al 3,3% del 2015); al contrario si registra un leggero aumento del peso dei Titoli di debito e dei Titoli di capitale quo-

Figura 6 - Attività in gestione indiretta (Valori contabili in milioni di euro)



tati sul totale delle attività detenute come investimenti in gestione indiretta (rispettivamente dal 14,6% del 2014 al 15,4% del 2015 e dal 21% del 2014 al 23,1% del 2015).

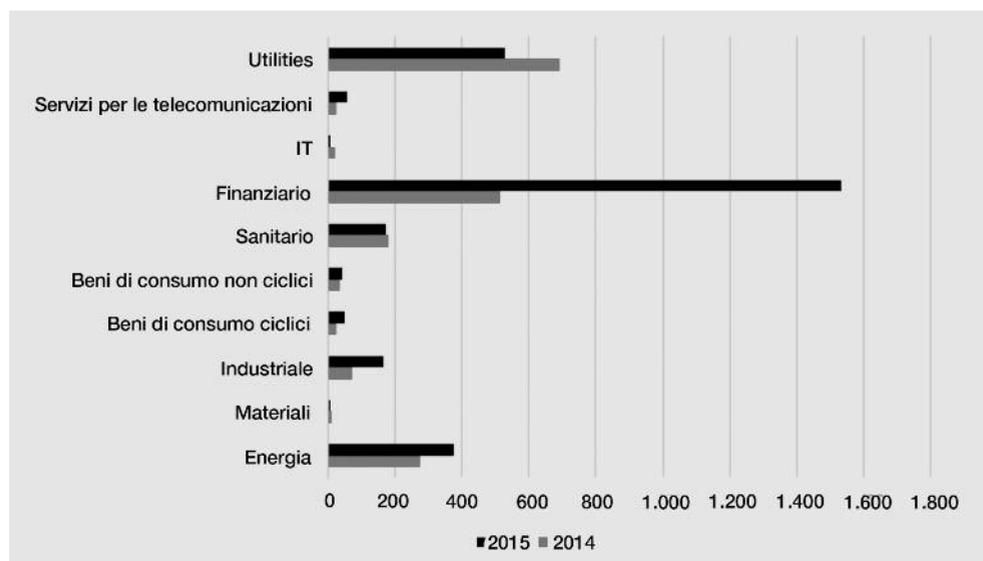
Un elemento importante da sottolineare riguarda la componente di investimenti in economia reale da parte delle Casse: tra il 2014 e il 2015 per detta *asset class* si è registrata una variazione positiva del 6,1%, per un valore prossimo ai 3 miliardi di euro. Oltre che nel settore finanziario, i titoli di capitale italiani acquistati – come si evince dalla Figura 7 – sono ripartiti principalmente tra le utilities (18%), il settore dell’energia (12,8%), quello sanitario (5,9%) e industriale (5,7%). Si osserva inoltre un progressivo allontanamento dagli investimenti diretti in immobili indirizzandosi verso fondi di investimento alternativi.

Prima della direttiva AIFM 9, già la Covip con la Delibera del 2012 in materia di politica d’investimenti, aveva manifestato una forte sensibilità sul tema degli investimenti in economia reale, riconoscendo il ruolo positivo che i fondi potrebbero fornire a sostegno e rilancio dell’economia reale del nostro Paese. Il tema è sostanzialmente quello di capire se l’economia reale sia oggi un’opportunità, sufficientemente sfruttata dalle Casse di previdenza. Al riguardo, i dati disponibili sembrano suggerire che l’azione della Casse di previdenza si sia concentrata soprattutto su talune aree, trascurando quasi completamente altri importanti ambiti di possibile investimento.

Infatti, nonostante diversi tentativi di incentivazione normativa, non sempre ritenuti così efficaci dalle stesse Casse, fino ad ora il mondo della previdenza ha fornito il suo contributo alle imprese nazionali prevalentemente mediante l’acquisto di titoli azionari e obbligazionari di tipo *corporate*, in gran parte quotati.

Tradizionalmente elevata è l’esposizione sul *real estate* mentre *hedge fund* e *private equity*, per il momento, hanno una penetrazione più scarsa.

Figura 7 - Titoli di capitale: ripartizione per settori merceologici



### 2.3. I limiti di portafoglio all'investimento in economia reale dei fondi pensione e delle Casse di previdenza: una comparazione a livello europeo

La COVIP, notoriamente, collabora con il Ministero dell'Economia e delle Finanze per la definizione delle specifiche disposizioni in materia di investimenti degli enti previdenziali privati di base, di conflitti di interesse e di banca depositaria; disposizioni che, ai sensi dell'art. 14, comma 3, del Decreto legge 98/2011, devono tener conto dei principi caratterizzanti in materia il settore dei fondi pensione (art. 6 e 7 del d.lgs. 252/2005) e dell'esigenza che la gestione economico-finanziaria degli enti assicuri l'equilibrio di bilancio mediante l'adozione di provvedimenti coerenti con le risultanze dei bilanci tecnici (art. 2, comma 2, del d.lgs. 509/1994).

Il legislatore, con il decreto ministeriale 166/2014, contenente la nuova disciplina dei limiti agli investimenti per i fondi pensione (forme pensionistiche complementari di cui al d.lgs. 252/2005), ha inteso ampliare notevolmente le possibilità di investimenti alternativi su cui gli enti previdenziali possono indirizzare le proprie allocazioni, sia in termini qualitativi (tipologia di assets) che quantitativi, anche se restano ancora profonde differenze di approccio agli investimenti rispetto agli altri Paesi.

Tuttavia, per una serie di ragioni, tale ampliamento resta al momento ancora un potenziale da cogliere per i fondi pensione italiani, di fatto fino ad oggi rimasti esclusi da investimenti in prodotti "alternativi", e un obiettivo da definire per le Casse di previdenza, già attive nel comparto degli alternativi ma il cui potenziale resta collegato alla definizione di una disciplina secondaria ancora in via di emanazione.

Poiché le Direttive dell'UE destinate ai fondi pensione e i connessi provvedimenti di recepimento costituiscono – in assenza di una specifica disciplina europea per le

Casse di previdenza – l'unico riferimento disponibile, vale la pena analizzare i contenuti di tale normativa, anche al fine di delineare un quadro comparato tra le diverse fonti normative nazionali e sovranazionali e giungere ad un confronto a livello di Unione Europea.

Per uno schema riepilogativo di dettaglio dei limiti agli investimenti si faccia riferimento alle APPENDICI I e II del presente volume.

### 2.3.1. La direttiva 2003/41/UE

Il 3 Giugno 2003 entrò in vigore la direttiva 2003/41/CE sulle attività e supervisione delle IORPs (*Institutions for occupational retirement provision*), che riconosceva l'importanza delle pensioni lavorative nel supporto delle sempre più ridotte pensioni pubbliche. Il termine per il recepimento negli stati membri fu fissato al 23 settembre 2005, ma di fatto in Italia la direttiva fu attuata con il Decreto legislativo 6 febbraio 2007, n.28 – Attuazione della direttiva 2003/41/CE in tema di attività e di supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali – Pubblicato sulla G.U. 24/3/2007 n.70 e che integrava il quadro normativo di riferimento della previdenza complementare delineato nel Decreto Legislativo 252 del 2005.

La direttiva 2003/41/UE (c.d. direttiva IORP I) stabilisce le norme che disciplinano le attività e il processo di controllo degli enti pensionistici aziendali o professionali (“EPAP”), o fondi pensione, in tutti i Paesi aderenti all'Unione Europea. Essa rappresenta un primo passo verso la creazione di un mercato interno degli schemi pensionistici aziendali e professionali organizzato su scala europea.

Basando l'investimento dei capitali sul principio della «persona prudente» e permettendo agli enti di operare in ambito transfrontaliero, la direttiva si prefigge anche lo scopo di indirizzare il risparmio verso il settore degli schemi pensionistici aziendali e professionali, contribuendo in tal modo al progresso economico e sociale (cfr. direttiva 2003/41/UE, considerando (6)). Inoltre, le disposizioni prudenziali in essa contenute sono volte a garantire un elevato livello di sicurezza per i futuri pensionati ma anche a permettere una gestione efficiente degli schemi pensionistici aziendali e professionali (cfr. direttiva 2003/41/UE, considerando (7)).

Il rispetto del principio della «persona prudente» esige una politica di investimento adeguata alla struttura dell'ente (cfr. direttiva 2003/41/UE, considerando (31)). Tuttavia, poiché i metodi e le prassi di vigilanza sono diversi nei vari Stati membri, è stato ad essi lasciato un certo margine di discrezionalità in quanto alle norme in materia di investimenti, sia pur nel rispetto dei principi generali di sicurezza e gestione efficiente per tutti validi (cfr. direttiva 2003/41/UE, considerando (32)).

Gli enti pensionistici sono in principio, secondo la teoria economica, investitori a lunghissimo termine. La direttiva quindi riconosce che al fine di tutelare adeguatamente i diritti degli aderenti e dei beneficiari, gli enti dovrebbero poter scegliere un'allocatione delle attività che sia adeguata alla specifica natura e durata delle loro passività.

Per questi motivi la stessa direttiva mira a predisporre un'efficace vigilanza e regole di investimento fondate su un approccio che consenta agli enti di operare con

una flessibilità sufficiente per scegliere la politica di investimento più sicura ed efficiente per il loro specifico caso, agendo con professionalità e prudenza.

In tale quadro logico si inseriscono le previsioni normative contenute nell'articolo 18 "Norme relative agli investimenti", le quali traducono il principio della "persona prudente" in una serie di regole di dettaglio che presentano limitate prescrizioni di ordine quantitativo e, invece, numerose indicazioni di carattere "qualitativo" (indicandosi con ciò anche l'adozione di sofisticati processi interni di natura quantitativa, relativi al c.d. *risk management*). Nello specifico si prevede che:

- a) le attività sono investite nel migliore interesse degli aderenti e dei beneficiari;
- b) le attività sono investite in modo da garantire la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso;
- c) le attività sono investite in misura predominante su mercati regolamentati (unico limite quantitativo agli investimenti della direttiva, che presume implicitamente una quota non inferiore al 50%). Gli investimenti in attività che non sono ammesse allo scambio su un mercato finanziario regolamentato devono in ogni caso essere mantenute a livelli prudenziali nel loro complesso inferiori al 50%;
- d) l'investimento in strumenti derivati è possibile nella misura in cui contribuisce a ridurre il rischio di investimento o facilita una gestione efficace del portafoglio;
- e) le attività sono adeguatamente diversificate per evitare che ci sia un'eccessiva dipendenza da una determinata categoria di attività, emittenti o gruppi di imprese e che nel portafoglio complessivamente considerato vi siano concentrazioni del rischio;
- f) gli investimenti nell'impresa promotrice del fondo pensione (fattispecie non applicabile alle Casse di previdenza) non possono superare il 5% del portafoglio nel suo complesso e, allorché l'impresa promotrice appartiene a un gruppo, gli investimenti nelle imprese dello stesso gruppo dell'impresa promotrice non possono superare il 10% del portafoglio.

In relazione ai punti di cui alle lettere e) ed f) gli Stati membri possono decidere di non applicare i corrispondenti requisiti agli investimenti in titoli di Stato.

Sebbene gli Stati membri possano emanare regole più dettagliate per gli enti pensionistici aventi sede nel loro territorio, tuttavia non possono impedire agli enti di (cfr. art. 18, par. 6):

- a) investire fino al 70% delle attività a copertura delle riserve tecniche o del portafoglio complessivo per gli schemi in cui il rischio di investimento grava sugli aderenti, in azioni, titoli negoziabili equiparati ad azioni ed obbligazioni di società, ammessi allo scambio nei mercati regolamentati, e decidere sul peso relativo di tali titoli nel loro portafoglio d'investimento;
- b) investire fino al 30% delle attività a copertura delle riserve tecniche in attività denominate in monete diverse da quelle in cui sono espresse le passività;
- c) investire sui mercati del capitale di rischio.

In caso di attività transfrontaliera, le autorità competenti di ciascuno Stato membro ospitante possono chiedere che nello Stato membro d'origine si applichino all'ente pensionistico le seguenti regole (cfr. art. 18, par. 7)<sup>17</sup>:

- a) l'ente pensionistico non investe più del 30% di tali attività in azioni, altri titoli equiparabili ad azioni ed obbligazioni non ammessi allo scambio su un mercato regolamentato ovvero l'ente investe almeno il 70% di tali attività in azioni, altri titoli equiparabili ad azioni ed obbligazioni ammessi allo scambio su un mercato regolamentato;
- b) l'ente pensionistico non investe più del 5% di tali attività in azioni, altri titoli equiparabili ad azioni, obbligazioni, titoli di debito e altri strumenti del mercato monetario e dei capitali emessi dalla stessa impresa e non più del 10% di queste attività in azioni ed altri titoli equiparabili ad azioni, obbligazioni, titoli di debito e altri strumenti del mercato monetario e dei capitali emessi da imprese appartenenti a un unico gruppo;
- c) l'ente pensionistico non investe più del 30% di tali attività in attività denominate in valute diverse da quelle in cui sono espresse le passività.

### 2.3.2. La normativa italiana dei fondi pensione: d.lgs. n. 252/2005 e D.M. 166/2014

Nell'ordinamento italiano, i fondi pensione possono impiegare e gestire le risorse conferite nel rispetto di taluni principi prudenziali. Per quanto attiene ai limiti agli investimenti, la disciplina del d.lgs. n. 252/2005 va integrata con le previsioni di cui al D.M. n. 166/2014. Ai sensi del d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, art. 6, i fondi pensione possono implementare le loro politiche e strategie di investimento attraverso due modalità operative: investimento diretto ed indiretto.

Indipendentemente dalla modalità d'investimento prescelta, sulla base delle prescrizioni contenute nell'articolo 6, comma 13, i fondi pensione non possono assumere o concedere prestiti, prestare garanzie in favore di terzi né investire le disponibilità di competenza oltre certi limiti<sup>18</sup>.

Il Decreto Legislativo 6 febbraio 2007, n. 28, emanato in attuazione della direttiva 2003/41/CE, in tema di attività e di supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, ha modificato il Decreto Legislativo n. 252/2005 sulla disciplina delle forme pensionistiche complementari principalmente in relazione ai seguenti aspetti: limiti di investimento delle risorse, erogazione delle rendite, incarico a banche depositarie, dotazione di mezzi patrimoniali per la copertura di rischi ed attività transfrontaliera dei fondi pensione.

Relativamente al primo aspetto, ovvero quello inerente i limiti di investimento delle risorse, le novità in materia di «armonizzazione» delle regole dei fondi pensione, apportate dal d.lgs. 6 febbraio 2007, n. 28, in vigore dal 25 marzo 2007, si traducono nell'inserimento al comma 13 dell'articolo 6 del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, dopo la lettera c), della seguente previsione: “*c-bis*) il patrimonio

*del fondo pensione deve essere investito in misura predominante su mercati regolamentati. Gli investimenti in attività che non sono ammesse allo scambio in un mercato regolamentato devono in ogni caso essere mantenute a livelli prudenziali”.*

Con l’emanazione del decreto 2 settembre 2014, n. 166, il legislatore italiano ha stabilito che *“L’investimento in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi (FIA) è mantenuto a livelli prudenziali, è complessivamente contenuto entro il limite del 30 per cento delle disponibilità complessive del fondo pensione ed è adeguatamente motivato dal fondo pensione in relazione alle proprie caratteristiche e a quelle della politica di investimento che intende adottare. Gli OICVM e i depositi bancari si considerano strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati.”* (cfr. articolo 5, comma 1, del D.M. n. 166/2004).

In tal modo il legislatore italiano ha quindi stabilito limiti ben più stringenti di quelli previsti dalla normativa europea per gli investimenti in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi (FIA), distaccandosi in modo significativo dalle previsioni della direttiva 2003/41/UE che, come riportato in precedenza, sul punto si limita a prevedere che *“le attività sono investite in misura predominante su mercati regolamentati.”* (cfr. direttiva 2003/41/UE, art. 18, paragrafo 1, lettera c).

Relativamente agli altri limiti previsti nell’articolo 5 del d.lgs. n. 166/2014 si prevede, tra le altre cose, che:

- i fondi pensione, tenuto conto anche dell’esposizione realizzata tramite derivati, non investono più del 5% delle loro disponibilità complessive in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto e non più del 10% in strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti a un unico gruppo (i medesimi limiti sono previsti nella IORP I)<sup>19</sup>.
- fermo restando il rispetto del principio di adeguata diversificazione degli investimenti, l’investimento in FIA è contenuto entro il limite del 20% delle disponibilità complessive del fondo pensione e del 25% del valore del FIA.
- nel caso in cui si tratti di FIA negoziato su un mercato regolamentato la direttiva IORP I, invece, non prevede limiti specifici; in termini generali, l’investimento in FIA ovvero gli OICR di cui alla direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFMD), sembrerebbe quindi rientrare per la direttiva 2003/41 nel limite della più ampia categoria degli attivi non quotati che nel complesso non deve essere ‘predominante’ nel portafoglio dell’Ente. In altre parole, seguendo questa interpretazione sulla base della direttiva un ente potrebbe investire in FIA fino al 49,9% del proprio patrimonio, ove però non avesse altre esposizioni su strumenti finanziari non quotati su un mercato non regolamentato.

In questo contesto l’Italia ha dunque deciso di imporre ai propri fondi pensione limiti quantitativi più stringenti di quelli previsti dalla direttiva, “rinunciando” a parte dei margini di flessibilità che la direttiva 2003/41/UE lascia agli Stati membri relativamente agli investimenti in strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati e FIA<sup>20</sup>. L’assenza di investimenti in alternativi da parte dei fondi pen-

sione negoziali italiani, di fatto non ha suscitato la sensazione di un “limite stringente” da parte dei gestori di tali fondi, anche se in linea di principio i limiti, talora adottati, potrebbero precludere ai fondi pensione l'opportunità di raggiungere combinazioni ottimali di rischio – rendimento dei propri portafogli d'investimento.

### 2.3.3. Lo schema del decreto Casse

L'analogia disciplina regolamentare per le Casse di previdenza professionali nella formulazione in bozza resa nota al mercato, e con i limiti di un'analisi condotta su un documento non certamente identificabile, si ispira al D.M. 166/2014, del quale ne ripropone in modo simile tanto l'impianto logico quanto la struttura dei limiti agli investimenti. E ciò nonostante la profonda diversità soggettiva tra fondi pensione negoziali e Casse di previdenza, che pone queste ultime nell'esigenza stringente di ricercare il più efficiente rapporto rischio-rendimento.

In particolare, per quanto si possa sapere, tale bozza prevedrebbe, con riferimento alla tipologia degli investimenti e ai loro limiti, che gli investimenti in beni diversi dagli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, ivi inclusi gli investimenti in azioni o quote di OICR alternativi (FIA), dovranno essere contenuti entro il limite del 35% del totale delle disponibilità complessive dell'ente (nel D.M. 166/2014 tale limite era pari al 30%).

Tra le differenze riscontrabili rispetto al D.M. 166/2014, vi è anche quella che riguarda gli investimenti immobiliari. In questa categoria rientrano:

- 1) beni immobili e diritti reali immobiliari;
- 2) azioni o quote di FIA italiani immobiliari di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q) del decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 5 marzo 2015, n. 30;
- 3) azioni o quote di società immobiliari di cui all'articolo 1, comma 1, lettera r) del decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 5 marzo 2015, n. 30;
- 4) azioni o quote di FIA UE o non-UE che investono prevalentemente in beni immobili e diritti reali immobiliari.

Lo schema analizzato del decreto Casse prevede, all'articolo 9, comma 1, che “*gli investimenti immobiliari devono essere contenuti entro il limite del 30 per cento del patrimonio dell'Ente*”; tale prescrizione, sebbene si riveli meno restrittiva rispetto a quella prevista dall'impianto legislativo che disciplina gli investimenti effettuabili dai fondi pensione, è da intendersi altresì penalizzante in quanto il limite del 30% deve essere considerato in relazione al limite complessivo del 35% previsto per tutti gli alternativi!

Riguardo ai fondi pensione, l'articolo 2, comma 5, del D.M. n. 166/2014 prevede che “*sono fatte salve le deroghe di cui all'articolo 5 del decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 10 maggio 2007, n. 62*”. Ciò significa che questi ultimi possono:

*“effettuare investimenti immobiliari sia in forma diretta, sia attraverso partecipazioni anche di controllo in società immobiliari, sia tramite quote di fondi immobiliari an-*

*che in deroga a quanto previsto dall'articolo 4, comma 1, lettera b) del decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 21 novembre 1996, n. 703. Fermo restando il rispetto dei criteri generali di gestione di cui al predetto Decreto Ministeriale, gli investimenti immobiliari di cui all'articolo 1, comma 1, lettera c), n. 1), devono essere contenuti entro il limite totale del venti per cento del patrimonio del fondo pensione; i fondi che alla data di entrata in vigore del presente regolamento detengono investimenti superiori al predetto limite riconducono gli investimenti medesimi nell'ambito della predetta percentuale nel termine di cinque anni dall'entrata in vigore del presente decreto; la COVIP può stabilire i casi in cui i predetti limiti e termini possono essere superati o derogati per specifiche esigenze del fondo coerenti con la politica di gestione e la situazione del fondo stesso”.*

Da rilevare, all'interno dello schema Decreto Casse, l'imposizione di limiti particolarmente stringenti – rispetto alle corrispondenti previsioni contenute nella normativa che disciplina il settore dei fondi pensione – per quanto riguarda gli investimenti in quote di OICR alternativi (FIA).

In particolare, l'art. 9 comma 7 dello schema di Decreto prevede che l'investimento in FIA (diversi da quelli immobiliari) sia contenuto entro il limite del 10% delle disponibilità complessive dell'Ente e del 10% del valore del FIA. Un limite sensibilmente inferiore al 25% previsto per i fondi pensione.

#### 2.3.4. Limiti agli investimenti: IORP I vs IORP II

Sebbene la direttiva IORP sia destinata soprattutto ai fondi pensione (secondo pilastro), essa può costituire un valido riferimento circa i principi prevalenti a livello europeo e, come tale, è stata del resto utilizzata dallo stesso Ministero dell'Economia nella redazione della sua bozza di Decreto Ministeriale in materia di investimenti delle Casse di previdenza. Per quanto resti il limite della sua applicabilità ai fondi pensione, vale la pena quindi esaminare l'evoluzione dei principi di regolamentazione europea per questi investitori, fino all'emanazione della recentissima nuova direttiva a dicembre 2016. Così da rilevare gli orientamenti della nuova disciplina.

La direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, ha subito varie e sostanziali modifiche nell'ottica di garantire una sana *governance*, la trasparenza e la sicurezza delle pensioni aziendali o professionali, l'implementazione di misure appropriate per migliorare ulteriormente il risparmio destinato alle pensioni complementari private e degli schemi pensionistici aziendali o professionali, l'agevolazione delle attività transfrontaliere degli EPAP, l'adeguamento della libertà d'investimento degli enti; per ragioni di chiarezza essa è stata rifiuta nella direttiva (UE) 2016/2341 (c.d. IORP II).

Continuando a basare l'investimento dei capitali sul principio della «persona prudente» e permettendo agli EPAP di operare in ambito transfrontaliero, la IORP II si prefigge l'obiettivo di incoraggiare la destinazione dei flussi di risparmio verso il set-

tore degli schemi pensionistici aziendali e professionali, contribuendo in tal modo al progresso economico e sociale; in tale logica si inseriscono le argomentazioni seguenti:

- considerando 48: *“La presente direttiva dovrebbe garantire che gli enti dispongano di un livello adeguato di libertà d'investimento. In quanto investitori a lunghissimo termine con un basso rischio di liquidità, gli EPAP sono in una posizione adatta per investire in attività non liquide, quali le azioni, e in altri strumenti che sono dotati di un profilo economico a lungo termine e non sono scambiati in mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione entro limiti prudenti. Essi possono anche beneficiare dei vantaggi di una diversificazione internazionale. È quindi opportuno non restringere gli investimenti in azioni in valute diverse da quelle in cui sono denominate le passività e in altri strumenti dotati di un profilo economico a lungo termine e non scambiati in mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione, conformemente al principio della «persona prudente» in modo da tutelare l'interesse degli aderenti e dei beneficiari, salvo per motivi prudenziali”*;
- considerando 49: *“La definizione del concetto di strumenti con un profilo economico a lungo termine è ampia. Si tratta di titoli non trasferibili che pertanto non hanno accesso alla liquidità dei mercati secondari. Tali titoli richiedono spesso impegni a durata prestabilita che ne limitano la negoziabilità e tali strumenti dovrebbero ricomprendere le partecipazioni, gli strumenti di debito di imprese non quotate e i prestiti a esse concessi. Le imprese non quotate includono progetti infrastrutturali, imprese non quotate proiettate verso la crescita e investimenti in beni immobili o altre attività che potrebbero essere idonee per investimenti a lungo termine. I progetti infrastrutturali a basse emissioni di carbonio e resilienti ai cambiamenti climatici sono spesso attività non quotate e fanno ricorso a crediti a lungo termine per il finanziamento dei progetti”*.

Analizzando nel dettaglio i limiti di investimento previsti dalla IORP II si può notare come il paragrafo 1 dell'articolo 18 ricalca fedelmente il paragrafo 1 dell'articolo 19 della IORP I; l'unica differenza riscontrabile attiene all'inserimento di un'ulteriore previsione: *“nell'ambito del principio della «persona prudente», gli Stati membri consentono agli EPAP di tenere conto del potenziale impatto a lungo termine delle decisioni di investimento sui fattori ambientali, sociali e di governance”*.

Così come previsto nella IORP I, anche in base alle previsioni della IORP II gli Stati membri possono emanare regole più dettagliate per gli EPAP registrati o autorizzati nel loro territorio, al fine di tenere conto del complesso degli schemi pensionistici gestiti da tali EPAP; ciò nonostante gli Stati membri non impediscono agli EPAP di:

- a) investire fino al 70% delle attività a copertura delle riserve tecniche o del portafoglio complessivo per gli schemi i cui aderenti sopportano il rischio di investimento in azioni, titoli negoziabili equiparati ad azioni ed obbligazioni di so-

cietà, ammessi allo scambio nei mercati regolamentati, o tramite MTF o OTF, e decidere sul peso relativo di tali titoli nel loro portafoglio d'investimento. Tuttavia, se è giustificato sotto il profilo prudenziale, gli Stati membri possono applicare limiti più bassi non inferiori al 35% agli EPAP che gestiscono schemi pensionistici con garanzia di tasso di interesse a lungo termine, che si assumono il rischio di investimento e che forniscono essi stessi la garanzia;

- b) investire fino al 30% delle attività a copertura delle riserve tecniche in attività denominate in monete diverse da quelle in cui sono espresse le passività;
- c) investire in strumenti che hanno un orizzonte di investimento a lungo termine e non sono scambiati in mercati regolamentati, MTF o OTF;
- d) investire in strumenti emessi o garantiti dalla BEI e forniti nel quadro del Fondo europeo per gli investimenti strategici, dei fondi di investimento europei a lungo termine, dei fondi europei per l'imprenditoria sociale e dei fondi europei per il *venture capital*.

Tali previsioni, contenute nel paragrafo 6 dell'articolo 19 della direttiva 2016/2341, prendono spunto da quelle contenute nell'articolo 18 della direttiva (UE) 2003/41; si riscontrano, tuttavia, due principali elementi di novità:

- i. la IORP II, a differenza della IORP I, definisce in termini numerici il limite inferiore (35%) che gli Stati membri possono applicare agli EPAP che gestiscono schemi pensionistici con garanzia di tasso di interesse a lungo termine, che si assumono il rischio di investimento e che forniscono essi stessi la garanzia (cfr. lettera a));
- ii. la IORP II, introduce una specifica previsione tesa a incentivare il finanziamento a lungo termine dell'economia dell'Unione sulla base di quanto argomentato nel considerando 8 (cfr. lettera d), articolo 19, paragrafo 6).

In relazione all'attività transfrontaliera, infine, la direttiva IORP II, a differenza della direttiva 2003/41, prevede che agli EPAP dovrebbe essere consentito di investire in altri Stati membri in conformità alle norme dei propri Stati membri di origine (cfr. articolo 19, paragrafo 8), viene quindi eliminato l'art. 18, par. 7 dello IORP I (che fissava dei limiti di investimenti, si veda il Paragrafo La direttiva 2003/41/UE).

### 2.3.5. Confronto Europeo

Uno degli elementi più evidenti delle enormi differenze di approccio agli investimenti dei fondi pensione a livello internazionale, e soprattutto europeo, è quello riconducibile alla significativa diversità con cui è stata recepita nei diversi Paesi dell'UE la direttiva in materia di investimenti dei fondi pensione (direttiva 2003/41/CE), in particolar modo per quanto attiene agli impieghi in economia reale (azioni e obbligazioni non quotate e investimenti alternativi – FIA). Sul tema si veda il prospetto riportato nell'Appendice III elaborato sulla base di dati forniti ad Astrid dallo studio legale Clifford Chance nel novembre 2016.<sup>21</sup>

Mettendo a confronto i principali limiti di investimento in queste *asset class* applicati ai fondi pensione nei Paesi aderenti all'UE in recepimento della direttiva, si osserva come Regno Unito, Olanda e Belgio hanno premiato la flessibilità, non prevedendo specifici parametri quantitativi se non quelli minimi previsti già dalla direttiva stessa, che sono sostanzialmente due: a) quello in base al quale le risorse dei fondi pensione devono essere investite “*in misura predominante su mercati regolamentati*”, e b) quello che vieta di investire nell'impresa promotrice del fondo pensione più del 5% delle risorse del fondo stesso.

Non sussistono invece nella direttiva europea particolari limiti di concentrazione (salvo la raccomandazione di osservare un generale principio di adeguata diversificazione, dettato dalla stessa direttiva) e non sono vietati investimenti anche rilevanti in una singola iniziativa (principio del “*cornerstone investor*” o del promotore). Né sono vietate forme di investimento diretto che includono anche la costituzione di società di investimento proprie, specializzate per settore e comparto.

Altri Paesi, tra i quali Germania, Spagna e Lussemburgo, hanno ritenuto invece di adottare limiti più stringenti. Ma comunque mai quanto quelli riconducibili alle attuali *asset allocation* dei fondi pensione italiani, dove l'investimento in queste *asset class* è prossimo allo zero (evidenziando come proprio i fondi pensione italiani siano per certi versi tradizionalmente i più distanti dall'economia reale).

Se per i fondi pensione italiani, come detto, i limiti previsti sugli investimenti non risultano ad oggi stringenti, non si può dire la stessa cosa per le Casse di previdenza. Nel loro caso l'effetto di contenimento – anche per la forte concentrazione di investimenti nell'immobiliare – è sostanziale. Si tratta, dunque, di valutare se ciò possa implicare anche effetti di potenziale inefficienza nella gestione finanziaria ed attuariale dei flussi e degli stock disponibili.

Nello specifico, COVIP ha effettuato un'accurata analisi<sup>22</sup> con riferimento a fine 2014, dalla quale emerge che 10 Casse superano il limite del 35% inerente all'investimento in beni diversi dagli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, ivi inclusi gli investimenti immobiliari e in azioni/quote di FIA.

Considerando anche il plafond disponibile delle Casse che non hanno saturato il menzionato limite, è stato quantificato da Covip – sulla base della Bozza di Decreto MEF per gli investimenti delle Casse di previdenza – che la sua adozione avrebbe determinato un saldo negativo di 3,2 miliardi di euro riferito agli investimenti effettuati in beni diversi dagli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati<sup>23</sup>.

Poiché nella maggior parte dei casi gli investimenti nell'economia reale sono realizzati per mezzo dei FIA, occorre rilevare che i suindicati 10 enti avrebbero la possibilità di realizzare nuovi investimenti nel settore solamente investendo nelle attività finanziarie a medio o lungo termine individuate dal D.M. 19 giugno 2015 (attuativo dell'art. 1, comma 91, della Legge 190/2014), le quali possono essere detenute entro la soglia del 5% delle disponibilità complessive. In 11 enti si riscontra il superamento del limite del 30% inerente gli investimenti immobiliari; tra questi sono solamente due quelli che non superano il limite di cui sopra. Inoltre, tre enti superano il limite del 10% relativo agli investimenti in FIA diversi da quelli immobiliari.

Tali limiti appaiono per certi versi antistorici. In primo luogo proprio per la loro natura di limiti assoluti, che prescindono da elementi inerenti la struttura demografica ed attuariale della singola Cassa nonché della sua organizzazione o capacità di analisi interna.

Un approccio metodologicamente discutibile nella misura in cui non riconosce che a diversi assetti finanziari ed attuariali possano corrispondere diverse esigenze di investimento e che a diversi assetti organizzativi possono corrispondere diverse capacità di gestione del rischio e di ambizione di rendimento. Manca, insomma, una capacità di “indirizzo” della regolamentazione che appiattisce tutti gli operatori sullo stesso livello operativo.

In secondo luogo perché precludono ai singoli enti la possibilità di controllare con più efficacia i propri investimenti, nell’assunto che non ne abbiano la capacità, proprio quando il trend internazionale va nella direzione opposta: quella di un maggiore attivismo nel controllo degli investimenti effettuati che sempre più spesso si estende alla capacità di influenza (o addirittura al controllo vero e proprio).

Da sottolineare in particolar modo l’esclusione di quel modello gestionale “diretto” degli investimenti ampiamente utilizzato nei Paesi che in virtù della storica presenza di sistemi previdenziali privatistici sono solitamente assunti a *benchmark* dall’OCSE (Nord America, Australia e alcuni Paesi UE). Con la frequente costituzione diretta di società di investimento specializzate in settori di attività tipici degli alternativi, dotate di un management selezionato al quale è affidata la gestione dell’operatività.

Si tratta, ben inteso, di valutazioni comprensibili se riferite all’attuale livello medio di organizzazione e competenze di fondi pensione e Casse italiane ma certamente statiche, oltre che in controtendenza rispetto a quanto appare nell’interesse della ottimale gestione degli investimenti.

Se poi si fa riferimento ad altri contesti (Nord America, Australia ma anche Europa con Olanda e UK) appare difficilmente comprensibile il divieto specifico di contenere l’investimento nei limiti del 25% del valore di ciascun FIA (ridotto addirittura al 10% nell’articolo 9, par. 7 della Bozza Decreto Casse), che di fatto impedisce all’Ente la possibilità di costruire investimenti specificamente tarati sui propri bisogni e di acquisire lo status di “*cornerstone investor*”.

Una possibilità che attribuisce, anche congiuntamente ad altri co-investitori, la possibilità di beneficiare di una particolare forza contrattuale nei confronti dei gestori delegati, con l’accesso conseguente a condizioni più favorevoli e soluzioni personalizzate a livello di regolamento (che non si sarebbe in grado di imporre con una partecipazione meno significativa).

### 2.3.6. I Limiti di Concentrazione: una categoria “anomala” di contenimento dei rischi<sup>24</sup>

Come abbiamo appena constatato, tra i vincoli formali agli investimenti effettuati da investitori istituzionali si trova spesso – e soprattutto nel nostro Paese – una particolare tipologia di limitazione che sebbene assuma le sembianze di una scelta vol-

ta a favorire il contenimento dei rischi di portafoglio, ha tutt'altra natura e finalità. Si tratta dei limiti all'investimento in un'unica società o fondo specializzato in *asset* alternativi (FIA).

In effetti, laddove, come nel caso di fondi pensione aziendali, tale eventuale limitazione sia riferita all'azienda originaria del trattamento pensionistico complementare, un vincolo di tale natura si può ragionevolmente ricondurre al rischio di conflitti di interesse tra i decisori del fondo e l'azienda stessa, che potrebbero portare ad una eccessiva concentrazione di rischio sulla società originaria.

Ma al di fuori di questo specifico caso, che senza dubbio ha le sue ragioni anche storiche, un vincolo generale ed universale di questo tipo non trova alcun fondamento tecnico nei principi e criteri introdotti da Markowitz in materia di riduzione dei rischi tramite diversificazione di un portafoglio.

Vietare l'acquisto del 100% di un immobile (e a maggior ragione di una società o fondo diversificato su immobili, imprese e infrastrutture), nulla ha a che vedere con le più sofisticate tecniche di *risk management*.

Infatti, mentre le logiche di diversificazione di un portafoglio e di composizione delle diverse *asset class* al suo interno si basano sulle variabili caratteristiche e correlazioni tra i componenti di tali *asset class*, le limitazioni all'investimento in un'unica iniziativa – magari anche ben diversificata al suo interno – appaiono riconducibili a logiche diverse da quelle di contenimento dei rischi e, precisamente, a valutazioni inerenti l'organizzazione e il funzionamento dei mercati finanziari e l'attività degli investitori ai quali dovessero essere imposte tali limitazioni.

Vincoli di questo tipo riguardano in effetti più la scelta tra diversi modelli di gestione dei patrimoni e di rapporto degli investitori con l'industria del risparmio gestito.

Da un lato un modello in cui gli investitori possono essere promotori diretti di iniziative concepite, lanciate e gestite direttamente da loro, anche magari “commissionate su misura” all'industria della gestione del risparmio per rispondere a specifici bisogni.

Dall'altro, invece, l'impostazione opposta, che fissa in maniera rigida ed esasperata la separazione tra proprietà e gestione del risparmio istituzionale, con investitori chiamati solo a poter scegliere tra gestori diversi e, eventualmente, sulla base di un “listino” di mercato standard, che andrà da loro adattato alle specifiche esigenze del caso nella misura in cui ciò fosse possibile.

Inutile dire che un tema di questo tipo si pone con maggiore evidenza e rilevanza proprio per gli investimenti in alternativi. E che il modello di rigida separazione tra proprietà e gestione è più tipico di sistemi fortemente bancocentrici, nei quali esiste una forte industria del risparmio gestito poco disposta a lasciare margini di autonomia ai propri “naturali clienti”.

In termini concreti, la possibilità per un investitore di acquisire partecipazioni in un'unica società o in un unico fondo oltre determinate percentuali ed eventualmente oltre le percentuali che qualificano l'investimento come partecipazione rilevante (fino anche al 100% del capitale della società o del patrimonio del fondo) è comune in molti Paesi OCSE, sia in Nord America che in Europa. In tali ambiti è pe-

raltro molto diffuso l'investimento diretto, che può presentare tra gli altri benefici anche quello di ridotti costi di investimento.

Viceversa in mercati come quello italiano, fortemente bancocentrici e con una rilevante e anche molto qualificata industria del risparmio gestito, si è tradizionalmente radicata una forte e prevalente cultura di separazione tra il patrimonio e la gestione, con la conseguenza che si tende a privilegiare, sia per struttura del mercato che per impostazione della normativa rilevante, la delega di gestione e di proposta delle soluzioni di investimento a soggetti specializzati esterni.

Difficile dire se le scelte normative o regolamentari dei diversi Paesi siano causa o effetto della struttura dei mercati sottostanti. E tuttavia vale la pena di evidenziare come una separazione netta tra proprietà e gestione e la connessa scelta di modelli di delega che non includono la possibilità per gli investitori di essere promotori di specifiche iniziative, come avviene in Italia, potrebbe rivelarsi una soluzione deficitaria e insufficiente per gli investimenti in economia reale (e in particolare in infrastrutture e in *private equity*) nonostante possa funzionare per gli investimenti più tipicamente finanziari. Per questo merita una riflessione specifica che ne evidenzii i possibili pregi e difetti.

In prima battuta, la possibilità per gli investitori istituzionali di investire in fondi dedicati, cosiddetti FIA, o in singole società, senza limitazioni specifiche di possesso consente loro di operare come “*cornerstone investors*” e quindi come promotori del programma di investimento con tutti i benefici che ne conseguono in termini di controllo e di adattamento alle proprie specifiche esigenze.

Certamente una soluzione del genere richiede che gli investitori abbiano al proprio interno la capacità di gestire processi così configurati con competenza, professionalità e trasparenza. Ed è dunque piuttosto su questi aspetti che si dovrebbe concentrare l'attenzione quando si volesse aprire alla possibilità di investimento autopromosso. Si tratta – peraltro – di una circostanza che riconduce il dibattito all'importanza ed efficacia della regolamentazione qualitativa già in precedenza opportunamente richiamata e messa in evidenza.

Su tale aspetto, si sono registrati approcci alquanto diversi nell'ambito dell'Unione Europea ed a livello di singoli Stati Membri, concretizzati in un recepimento molto diverso dei criteri generali di investimento recati dalla direttiva IORP per i fondi pensione (che, lo ricordiamo, in Italia è diventata anche il quadro di riferimento per le Casse di previdenza).

L'opportunità di predisporre, nel rispetto del principio generale della ‘persona prudente’, una cornice normativa più elastica, atta a favorire impieghi delle risorse nelle forme di investimento più vicine all'economia reale (con i connessi vantaggi per gli investitori in termini di entità e stabilità della remunerazione tipicamente associata a queste tipologie di investimento), è stata pertanto colta con maggiore convinzione da taluni Stati membri – nel solco peraltro dello stesso ‘invito’ da parte del legislatore comunitario e di cui al Considerando (33) della direttiva sopra ricordato – mentre ha prevalso, in altri, un atteggiamento forse eccessivamente conservativo.

Questa dicotomia produce, peraltro, una circostanza di palese asimmetria poiché consente ad investitori previdenziali di alcuni Paesi dell'UE di investire con meno

vincoli in altri contesti, ad esempio in Italia, operando con modalità che i loro omologhi locali non possono adottare neanche nel loro Paese di origine.

Così ad esempio, in base ai principi di gestione del risparmio prevalenti in Italia e regolati dal TUF, il criterio della pluralità di investitori di un fondo comune di investimento di tipo chiuso (immobiliare, di *private equity* o infrastrutture che sia) viene considerato rispettato dall'organismo di vigilanza se il sottoscrittore del fondo è un fondo pensione, in quanto tale investitore rappresenta una “pluralità” di beneficiari (i suoi iscritti).

Dall'altra parte però proprio il nostro Paese si è autoimposto limiti quantitativi che non si riscontrano in altri Stati membri sugli investimenti dei fondi pensione in azioni non quotate nonché in fondi alternativi. In particolare:

- l'investimento in azioni non quotate non può eccedere il 10% del valore nominale complessivo del capitale (con diritto di voto) della società in cui il fondo pensione investe (limite che, per le azioni quotate, che qui non interessano, scende al 5% del capitale con diritto di voto della società in cui il fondo pensione investe); e in ogni caso è precluso l'acquisto di azioni di ammontare tale da permettere al fondo pensione di esercitare un'influenza dominante sulla società;
- il 20% massimo delle risorse del fondo pensione può essere investito in fondi alternativi ed è fatto divieto di investire in un singolo fondo alternativo per più del 25% delle risorse del fondo alternativo medesimo.

Sono limiti, questi, inseriti anche nella Bozza di Decreto MEF riferito agli investimenti delle Casse di previdenza già sopra richiamato, che finiscono per precludere all'investitore l'opportunità di configurare e controllare con più efficacia il proprio investimento in alternativi, in controtendenza internazionale e con possibili ripercussioni in termini di rischio e penalizzazioni nei rendimenti.

Nel caso degli investimenti in FIA, le Casse di previdenza, non potendo acquisire una partecipazione superiore al 10% del fondo o società partecipate, non possono aspirare allo status di “*cornerstone investor*”, cioè di investitore di riferimento, il quale beneficia di una particolare forza contrattuale nei confronti del gestore, con la possibilità di negoziare soluzioni personalizzate e in definitiva di plasmarne la configurazione in conformità alle esigenze specifiche dell'investitore.

L'analisi di questo paragrafo offre dunque spunti di riflessione utili per una possibile rivisitazione della normativa italiana in materia, allo scopo ultimo di favorire ulteriormente la destinazione delle risorse da parte di Casse di previdenza e fondi pensione verso forme di impiego vicine all'economia reale, ferma restando la salvaguardia dei fondamentali principi di prudenza che devono improntare ogni attività di investimento da parte dei fondi pensione, nell'interesse dei propri aderenti e più in generale in ottica sistemica.

### 3. L'INVESTIMENTO DELLE CASSE DI PREVIDENZA IN ECONOMIA REALE: STRUMENTI PER UNA REGOLAMENTAZIONE DEL SETTORE

Il tema della bozza di Decreto MEF in materia di investimenti pone tre quesiti ai quali appare opportuno rispondere. In primo luogo se, in che termini e fino a che punto una materia come quella degli investimenti possa essere regolata dal soggetto pubblico (soprattutto andando oltre i principi generali di riferimento); quali caratteristiche deve avere questo soggetto regolatore (o anche solo vigilante), vista la natura tecnica e specialistica della materia; come si può conciliare questa attività regolamentare e di vigilanza con i principi di autonomia gestionale previsti per le Casse di previdenza.

Nel nostro ordinamento esiste un precedente che può costituire un valido riferimento e che lascia intravedere la possibilità di una ragionevole composizione: quello delle Fondazioni Bancarie che per ragioni analoghe a quelle delle Casse di previdenza beneficiano di autonomia gestionale e quindi della possibilità di una forma di autoregolamentazione, da realizzarsi però in forma “concordata” di fatto con le autorità (sostanzialmente il MEF) e nell’ambito di principi generali di riferimento posti da una normativa secondaria anch’essa condivisa.

Quale che sia la risposta a queste non banali domande e la soluzione prescelta, il fulcro dell’analisi si sposta a questo punto ai principi tecnici che dovrebbero ispirare una regolamentazione in materia, comunque e da chiunque promossa, per essere in linea con i fondamentali di natura teorica e le evidenze empiriche disponibili.

La disamina dei criteri in via di affermazione a livello internazionale porta ad analizzare regole, mercati e strumenti, partendo tuttavia dalla prospettiva del raffronto tra domanda e offerta: la “domanda” è evidentemente costituita dalle esigenze e i bisogni delle Casse di previdenza; l’“offerta” è, invece, costituita dagli “investimenti” e in modo particolare dagli “investimenti in economia reale” (IER), intesi come insieme ampio e differenziato (per tipologia, profilo di rischio-rendimento, dimensione, ambito settoriale/geografico) e posti in essere da quattro principali categorie di soggetti: i) investitori specializzati (*private equity*, fondi immobiliari, ecc.); ii) attori pubblici (nell’ambito di iniziative di PPP); iii) sviluppatori di aree; iv) medie e grandi imprese con significativi progetti di crescita.

Un’analisi così impostata è coerente con l’assunto che l’investimento in economia reale da parte delle Casse di previdenza non debba nascere da esigenze di supplenza di altri soggetti (Stato, PA e Banche) né deve essere visto dai vigilanti come una possibilità da escludere o limitare, ma deve rispondere ai bisogni, in evoluzione, delle Casse di previdenza e dei loro iscritti.

#### 3.1. *Esigenze e opportunità per le Casse di previdenza*

##### 3.1.1. Caratteristiche e obiettivi delle Casse

Per comprendere appieno le opportunità offerte dagli IER è necessario comprendere quelle che sono le caratteristiche specifiche delle Casse e gli obiettivi che sono chia-

mate a raggiungere. Di seguito si espongono in termini generali e senza riferimento ad alcun specifico caso i concetti base riconducibili ai sistemi tecnico-finanziari di gestione di un ente previdenziale come le Casse italiane e le differenti modalità di calcolo delle prestazioni nei confronti degli aderenti.

Il sistema tecnico-finanziario di gestione in un ente di previdenza rappresenta il criterio con cui si sceglie di finanziare le prestazioni, di fatto il modo con cui vengono fissati i contributi al fine di garantire la copertura delle prestazioni a favore degli iscritti presenti e futuri. In particolare, nella definizione classica, si parla di sistemi tecnico-finanziari di gestione a “ripartizione” (pura o dei capitali di copertura) e a “capitalizzazione” (individuale o collettiva).

In un sistema a ripartizione pura, l'equilibrio attuariale tra le entrate e le uscite previdenziali è definito a livello annuale: i contributi incassati nell'anno vengono utilizzati per corrispondere le prestazioni erogate nello stesso anno; in questo tipo di sistema, evidentemente, non è previsto un rilevante accumulo di risorse in quanto, da un punto di vista teorico, buona parte di ciò che viene incassato nell'anno viene utilizzato per corrispondere le rate pensionistiche godute dagli iscritti nello stesso anno.

In un sistema a capitalizzazione, invece, l'equilibrio attuariale tra il gettito contributivo e gli oneri previsti, riferito al singolo individuo (“capitalizzazione individuale”) oppure alla collettività assicurata e pensionata (“capitalizzazione collettiva”), è definito sui flussi complessivi (in entrata ed in uscita) dell'intero periodo di valutazione in termini di valore attuale medio; in altre parole l'aliquota contributiva deve essere tale che il valore attuale medio, ad una certa data, dei contributi futuri più l'eventuale patrimonio accantonato deve essere pari al valore attuale medio, alla stessa data, delle prestazioni future. È evidente che il sistema della capitalizzazione comporta l'accantonamento di risorse.

Entrambi i sistemi di gestione presentano degli svantaggi: *conditio sine qua non* per la sostenibilità dei sistemi a ripartizione è la continuità della gestione dal momento che, essendoci un trasferimento di risorse tra generazioni (la nota solidarietà intergenerazionale), l'onere di coloro che per primi si sono “assicurati” ricade sulle generazioni successive, pena la mancanza di risorse. È necessario quindi, perché ci sia equilibrio, un incasso di contributi che non solo si adegui alle uscite previdenziali dell'anno, ma che faccia fronte anche ai possibili eventi esogeni che possano ridurre più o meno direttamente l'apporto contributivo. Questo può accadere in periodi di calo dell'occupazione, di riduzione dei redditi, e più in generale di crisi economiche, come quella recentemente vissuta, periodi in cui, se non adeguate per tempo, le entrate previdenziali annue possono risultare insufficienti a permettere di pagare il flusso pensionistico in uscita.

In definitiva, in tale sistema risulta importante il mantenimento di un certo rapporto tra chi lavora e chi beneficia del trattamento previdenziale al fine di poter mantenere promesse e aspettative. Il che, per altra via, giustifica ancora l'interesse dei soggetti previdenziali ad investire nei rispettivi sistemi economici in quanto è il lavoro che genera il welfare da loro stessi amministrato.

Nei sistemi a capitalizzazione, d'altro canto, è manifesto il rischio di perdita di valore reale delle risorse accantonate, per effetto di possibili flessioni dell'economia

e della finanza. Il che giustifica la ricerca della massima efficienza nella gestione del risparmio accanto all'utilizzo oculato delle risorse.

Di fatto, nella realtà, gli enti di previdenza non si identificano puntualmente con uno dei due sistemi classici descritti; ad esempio con riferimento al sistema di ripartizione, è facile che non ci sia una perfetta corrispondenza temporale, e di massa economica, tra quanto viene incassato e quanto viene liquidato e ciò comporta l'accantonamento di risorse patrimoniali. Tipicamente questo accade, ad esempio, in corrispondenza di una forte crescita occupazionale, con conseguente boom delle iscrizioni, o da prolungate variazioni macroeconomiche positive. In alcuni contesti, invece, prevale l'impostazione a capitalizzazione, soprattutto per le attuali generazioni di iscritti. Sovente questi due sistemi coesistono nella graduale transizione da un meccanismo ad un altro.

In entrambi i metodi di finanziamento (ripartizione/ capitalizzazione) bisogna poi tener conto delle due modalità con cui possono essere determinate le prestazioni da godere: retributivo e contributivo. Il calcolo retributivo prevede che la prestazione sia predefinita e quindi, solitamente, commisurata alla media di un certo numero di redditi goduti durante l'ultimo periodo lavorativo prima della quiescenza.

Secondo il calcolo contributivo, invece, la prestazione è strettamente connessa ai contributi versati dagli iscritti, capitalizzati durante il periodo di attività ad un determinato tasso, quindi trasformati in rendita al momento del pensionamento tramite l'utilizzo di coefficienti di trasformazione.

È evidente che nel primo caso (metodo retributivo) si privilegia la fissazione della prestazione, andando successivamente a definire quell'aliquota contributiva tale da garantire l'equilibrio attuariale tra entrate e uscite previdenziali: la valutazione dell'adeguatezza della pensione avviene ex ante, quando si fissa la prestazione. Nel secondo caso (metodo contributivo) si privilegia invece la contribuzione, fissata a priori e, solo al momento del pensionamento, si definisce il livello della prestazione: la valutazione dell'adeguatezza della pensione avviene ex post. Uno strumento che consente di anticipare la stima dell'adeguatezza delle prestazioni, e quindi di intervenire per tempo, è costituito dalle previsioni che vengono effettuate all'atto della valutazione della sostenibilità dell'Ente di Previdenza.

Entrambi i metodi di calcolo delle prestazioni presentano rischi "attuariali". Il metodo retributivo potrebbe portare a scoprire, dopo un certo periodo di tempo, che la "promessa" (prestazione) fatta non possa essere più mantenuta a meno di contribuzioni insopportabili. Con questo metodo l'Ente di Previdenza si trova a gestire il rischio di non essere solvibile.

Il metodo contributivo potrebbe invece portare a scoprire, sempre dopo un certo periodo di tempo, che la prestazione che si ricava non sia "adeguata". In questo caso, pertanto, l'Ente di Previdenza non corre il rischio di insolvibilità ma ha comunque l'impegno di definire un'aliquota contributiva sostenibile per l'iscritto preservando l'adeguatezza della pensione.

È necessario in ogni caso, distinguere il metodo di calcolo della pensione dal metodo di finanziamento: i due criteri di calcolo delle prestazioni possono essere previsti in entrambi i sistemi finanziari di gestione. È facile però comprendere che con

il criterio di calcolo contributivo della pensione, nella fase iniziale della gestione, quindi senza che questa abbia già impegni precedenti, il metodo di finanziamento diventa, automaticamente, a capitalizzazione. Infatti la base concettuale di un sistema a ripartizione, nel caso del sistema contributivo “ex novo”, perde di significato in quanto, non essendoci pensionati contemporanei ai contribuenti, si configura, comunque, una fase di accumulo.

Negli enti gestiti con il sistema finanziario della capitalizzazione è previsto l'accumulo di riserve matematiche sia per gli attivi che per i pensionati. Tali riserve ad una certa data di valutazione, rappresentano la differenza tra il valore attuale medio degli impegni futuri dell'Ente e il valore attuale medio dei contributi ancora da versare da parte degli iscritti (più l'eventuale patrimonio accantonato fino a quel momento).

Negli enti gestiti a ripartizione per i quali, almeno in linea teorica, non vi è accumulo di risorse, si può calcolare comunque la riserva per i soli pensionati (anche se concettualmente, con opportune osservazioni e per specifici scopi, essa può essere calcolata anche per gli attivi). Tale riserva rappresenta la passività dell'Ente previdenziale, cioè gli impegni a carico dell'Ente stesso nei confronti di coloro, i pensionati appunto, che hanno già maturato la prestazione spettante e il cui onere è in qualche modo “definito”.

È importante sottolineare che la riserva matematica ad una certa data si calcola con riferimento alla sola collettività (di attivi e pensionati) presente alla stessa data, senza considerare le future iscrizioni né in termini di numero né in termini ovviamente di importi di contributi e pensioni.

Pertanto, il limite nel calcolo della riserva per gli attivi in un sistema a ripartizione risiede nel fatto che, come detto, il sistema a ripartizione è “sostenibile” se si presuppone una continuità dello stesso, quindi una certa costanza nel tempo della consistenza numerica e delle caratteristiche delle collettività partecipanti.

Le Casse di previdenza professionali, privatizzate ai sensi del d.lgs. 509/1994, per un lungo periodo, hanno promesso/erogato pensioni cosiddette retributive. Le previsioni economico-attuariali, necessarie a studiare la stabilità di lungo periodo delle Casse di previdenza, hanno messo in luce la non sostenibilità di tali promesse/erogazioni in rapporto ai possibili contributi che si sarebbero potuti incassare. Quasi tutte le Casse, alcune “trascinate” anche dalla Legge Monti-Fornero (art. 24, comma 24 della legge n. 214/2011), hanno, pertanto, approvato riforme previdenziali, più o meno incisive, volte al ripristino della sostenibilità di lungo periodo, che hanno visto, in alcuni casi, l'introduzione pro-quota del sistema di calcolo contributivo delle pensioni.

Tale strumento è stato scelto perché, come è noto, il criterio di calcolo contributivo puro è per costruzione strutturalmente in equilibrio attuariale (ma pone un tema di efficiente investimento delle risorse per conseguire trattamenti previdenziali adeguati), pertanto la sua introduzione, seppur pro-quota, ha permesso quanto meno di arrestare il fenomeno cui si è fatto cenno sopra, cioè la crescente insufficienza delle risorse disponibili al finanziamento di prestazioni previdenziali tanto generose, come si sono rivelate quelle di natura retributiva.

Proprio il sistema “pro-quota” ha fatto sì che, alla data della sua introduzione, si congelassero i cosiddetti “diritti acquisiti” rappresentati dagli impegni nei confronti dei già pensionati a tale data e nei confronti degli iscritti in attività, limitatamente alla quota di prestazione futura (calcolata su base retributiva) maturata sempre a tale data.

Pertanto, fermo restando, come detto, il sistema di finanziamento della ripartizione, è come se si fossero, virtualmente, create due gestioni, la prima retributiva, chiusa a nuove iscrizioni, che garantisce le sole prestazioni retributive (maturate alla data della riforma) e l'altra, contributiva, che garantisce le future (rispetto alla data di valutazione) prestazioni maturande.

Il patrimonio iniziale della prima gestione (“retributiva”) è rappresentato dalle riserve patrimoniali accumulate fino alla data di entrata in vigore del sistema misto (retributivo-contributivo) e le uniche entrate saranno rappresentate dai rendimenti prodotti su detto patrimonio. Nella seconda gestione (“contributiva”), invece, il patrimonio iniziale è nullo alla data della riforma, ma sarà alimentato dai contributi (versati successivamente dagli iscritti già presenti che inizieranno a maturare prestazioni contributive e dai futuri iscritti) e dai rendimenti ottenuti dalla gestione degli stessi.

In linea di principio, come detto, la nuova gestione contributiva potrebbe essere dichiarata in equilibrio strutturale.

### 3.1.2. Sostenibilità finanziaria ed equilibrio attuariale: indicatori di adeguatezza e stabilità

Le numerose contraddizioni tra natura giuridica delle Casse di previdenza e produzione normativa, stratificatesi nel tempo, ha portato ad alcune iniziative di natura parlamentare tra le quali la redazione di un Testo Unico di riforma degli enti privatizzati. Nella bozza attualmente depositata si legge che l'obiettivo della sostenibilità finanziaria e dell'equilibrio di bilancio è perseguito attraverso tre misure fondamentali: il rispetto delle risultanze del bilancio tecnico attuariale, ai cui equilibri di lungo periodo per la solvibilità dell'ente devono conformarsi le scelte gestionali annuali; il mantenimento di una riserva legale in misura non inferiore a cinque annualità dell'importo delle pensioni in essere; il rispetto dei criteri stabiliti con decreto dei Ministri vigilanti in tema di investimenti finanziari (che devono essere però adeguati).

In definitiva gli elementi che supportano la sostenibilità dei sistemi sono il lavoro, le risorse e il perseguimento di investimenti tanto oculati quanto efficienti.

Rispetto alle attuali richieste si sottolinea la crescente attenzione in tema di investimenti che esplicitamente diventa, qualora fosse approvato il testo unico, una terza misura che si aggiunge alle attuali al fine di garantire l'equilibrio finanziario attuariale degli enti. Attualmente la sostenibilità finanziaria e l'equilibrio di bilancio delle Casse è perseguito attraverso due misure: il rispetto delle valutazioni prospettive risultanti dal bilancio tecnico attuariale e la costituzione di un fondo di garanzia.

In particolare:

- L'art. 2 del Decreto Legislativo 30 giugno 1994, n. 509 stabilisce che la gestione economico-finanziaria delle Casse deve assicurare l'equilibrio di bilancio mediante l'adozione di provvedimenti coerenti con le indicazioni risultanti dal bilancio tecnico da redigersi con periodicità almeno triennale.
- L'art. 1 dello stesso Decreto istituisce per tutte le Casse una riserva legale (ex Fondo di garanzia), al fine di assicurare la continuità nell'erogazione delle prestazioni, in misura non inferiore a cinque annualità della somma delle pensioni in essere.

Il comma 763, della legge 27 dicembre 2006, n. 296 (legge finanziaria 2007), dispone che la stabilità delle gestioni previdenziali delle Casse debba essere ricondotta ad un arco temporale non inferiore ai trenta anni, prevedendo che i criteri di redazione dei bilanci tecnici siano determinati con decreto del Ministro del Lavoro e della Previdenza sociale di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite le associazioni e le fondazioni interessate, sulla base delle indicazioni elaborate dal Consiglio nazionale degli attuari nonché dal Nucleo di valutazione della spesa previdenziale.

La Conferenza dei Servizi tra il Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali e il Ministero delle Economie e delle Finanze del 22.4.2009 ha adottato come indicatore della stabilità trentennale l'anno in cui il saldo corrente, cioè la differenza tra entrate e uscite complessive (previdenziali e non), assume in via strutturale segno negativo.

Un breve cenno va fatto in riferimento all'art. 24, comma 24 del d.l. n. 201/2011, convertito nella legge n. 214/2011 (Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici). Esso ha previsto per gli enti previdenziali privati misure volte ad assicurare l'equilibrio tra entrate contributive e spesa per prestazioni pensionistiche (cosiddetto saldo previdenziale) secondo bilanci tecnici riferiti ad un arco temporale di cinquanta anni, pur tenendo conto, come specificato nella Comunicazione della Direzione Generale delle politiche previdenziali e assicurative del 22.5.2012, “dell'andamento tendenziale nel periodo di riferimento, potendo eventuali disavanzi annuali, comunque di natura contingente e di durata limitata, essere compensati attraverso il ricorso ai rendimenti annuali del patrimonio”. Seppur ritenuto di carattere straordinario, le disposizioni contenute nell'art. 24, comma 24 della legge n. 214/2011, hanno significato per gli enti destinatari la necessità di procedere ad interventi di riforma strutturali del proprio sistema pensionistico al fine di assicurare sostenibilità ed adeguatezza delle prestazioni garantite.

Il Decreto Interministeriale del 29.11.2007 (di seguito D.M. 2007) ha delineato i criteri per la redazione dei bilanci tecnici degli enti gestori delle forme di previdenza obbligatoria, analizzando tutti gli aspetti ad esso connessi: periodicità, ampiezza del periodo di valutazione, criteri per la verifica della stabilità, ipotesi economiche, demografiche e finanziarie, indicatori; il Decreto ha prescritto altresì le modalità per la rappresentazione dei risultati.

### *Indicatori di adeguatezza*

L'art. 4 del Decreto dispone che, al fine di verificare l'adeguatezza delle prestazioni, il bilancio tecnico deve essere corredato dall'analisi dei tassi di sostituzione, al lordo e al netto del prelievo fiscale e contributivo, calcolati con parametri coerenti con le ipotesi demografiche e macroeconomiche sottostanti la proiezione degli equilibri finanziari di medio e lungo periodo.

Il calcolo dei tassi di sostituzione deve coprire l'intero periodo di previsione, con cadenza almeno decennale, e deve essere effettuato per alcune figure-tipo particolarmente significative, fra le quali, in ogni caso, quelle riferite ai soggetti che accedono al pensionamento con i requisiti minimi di età e di contribuzione, rispettivamente, per il pensionamento di anzianità e di vecchiaia previsti dall'ordinamento dell'Ente.

### *Indicatori di stabilità*

L'art. 5, comma 1, del Decreto stabilisce che, fatto salvo quanto previsto dall'art. 59, comma 20, della legge 27 dicembre 1997, n. 449, gli enti gestiti con il sistema a ripartizione redigono in ogni caso il prospetto della riserva legale, sviluppata per ogni anno di proiezione, calcolata in riferimento a cinque annualità delle pensioni correnti.

La congruità del patrimonio netto per la copertura di tale riserva viene verificata in relazione all'apposito indicatore dato dal rapporto tra riserva legale e patrimonio netto. Il comma 2 del medesimo articolo stabilisce che, al fine di verificare la congruità dell'aliquota contributiva vigente per i suddetti enti, la differenza tra la spesa per prestazioni previdenziali e le entrate per contribuzioni previdenziali sia rapportata al monte reddituale imponibile. Per le gestioni degli enti di cui al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103, il citato rapporto è calcolato in valore attuale medio per l'intero periodo.

Quanto più tale indicatore è vicino allo zero tanto più i contributi dell'anno risultano in equilibrio rispetto alle prestazioni dello stesso anno. Ovviamente negli anni in cui detto indicatore assume valore positivo si rileva un'insufficienza degli incassi contributivi rispetto alle uscite previdenziali dell'anno. Il finanziamento della gestione delle Casse è garantito con il gettito dei contributi e con il rendimento derivante dagli utili netti della gestione. Tra le uscite, invece, oltre alle erogazioni per pensioni, sono considerate anche le spese di amministrazione al netto degli oneri derivanti dalla gestione patrimoniale, già implicitamente considerati nel tasso di rendimento del patrimonio.

Il saldo previdenziale rappresenta la differenza tra contributi (soggettivi ed integrativi) e prestazioni pensionistiche; il saldo corrente è invece la differenza tra totale entrate e totale uscite. Il patrimonio dell'ente alla fine di ogni anno è calcolato come somma tra il patrimonio ad inizio anno e il saldo corrente dell'anno.

Le valutazioni ai fini della redazione del Bilancio tecnico sono realizzate a gruppo aperto, pertanto è necessario procedere all'integrazione delle cessazioni attraverso i nuovi ingressi nella collettività degli iscritti attivi che risulta aperta e variabile in linea con l'occupazione complessiva (di cui alla Conferenza dei Servizi e del DEF resi pubblici ogni anno).

Le valutazioni attuariali per la proiezione delle entrate e delle uscite necessitano di una serie di basi tecniche demografiche concernenti l'eliminazione dallo stato di attivo (o di differito), l'attribuzione e l'evoluzione dei nuclei familiari e l'eliminazione dallo stato di pensionato. Pertanto, simulando la vita assicurativa di ciascun individuo, per ogni anno di valutazione e per ogni singola posizione assicurativa si tiene conto di tutte le possibilità di movimento e transizione nei vari stati possibili. Occorre inoltre, per seguire la dinamica del collettivo in esame, determinare le basi tecniche demografiche relative ai nuovi ingressi.

L'art. 3 del D.M. 2007 specifica il quadro di ipotesi demografiche, economiche e finanziarie da utilizzare nelle proiezioni. In particolare i parametri macroeconomici sono annualmente verificati dal Ministero del Lavoro e della Previdenza Sociale, d'intesa con il Ministero dell'Economia e delle Finanze e contenuti nella Conferenza dei Servizi e nella Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza, sulla base delle ipotesi adottate a livello nazionale per l'intero sistema pensionistico pubblico, e messi a disposizione degli enti ogni anno.

Inoltre, in linea con quanto previsto dal D.M. 2007, e con le indicazioni formulate dalla Conferenza dei Servizi tra il Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali e il Ministero dell'Economia e delle Finanze, vengono adottate delle ipotesi previsionali di natura economica e finanziaria: tasso annuo di inflazione monetaria, tasso annuo di incremento nominale del PIL, incremento annuale reale dei redditi netti e lordi (in linea con il tasso di produttività media del lavoro a livello nazionale), incremento annuale delle pensioni, tasso di rivalutazione dei montanti contributivi, tasso annuo reale di rendimento del patrimonio, tasso tecnico di attualizzazione (nel caso di sistema a capitalizzazione).

L'art. 2, comma 2, del D.M. 2007 prevede che la scelta delle basi tecniche debba essere effettuata nel rispetto delle indicazioni contenute nell'art. 3 del Decreto medesimo; tuttavia, lo stesso comma ammette che, ai fini della verifica di stabilità, qualora l'Ente presenti elementi di specificità che rendono l'adozione delle ipotesi indicate dal Decreto non appropriata o poco prudentiale, il bilancio tecnico sviluppi proiezioni basate su ipotesi differenti. Ciò comunque nel rispetto dei criteri di massima prudenzialità e fornendo nella relazione predisposta a corredo del bilancio tecnico adeguate motivazioni in ordine all'adozione delle ipotesi specifiche.

Per l'oggetto della presente ricerca assumono particolare rilevanza le seguenti ipotesi:

- Tasso di capitalizzazione dei montanti contributivi.
- Tasso annuo reale di rendimento del patrimonio.
- Tasso tecnico di attualizzazione.

Il tasso di capitalizzazione dei montanti contributivi rappresenta la misura con la quale annualmente si rivaluta il montante dei contributi versati dagli iscritti attivi all'Ente. La legge 335/1995 stabilisce che il tasso annuo di capitalizzazione debba essere calcolato come variazione media quinquennale del prodotto interno lordo nominale,

appositamente calcolata dall'ISTAT, con riferimento al quinquennio precedente l'anno da rivalutare.

Il tasso annuo reale di rendimento del patrimonio rappresenta il tasso di redditività del patrimonio, al netto degli oneri fiscali e gestionali: determinato in base a criteri prudenziali ed in funzione del rendimento medio delle attività dell'Ente realizzato nell'ultimo quinquennio, nonché delle ragionevoli aspettative connesse all'ultimo piano di investimento programmato o in fase di attuazione, al netto delle rivalutazioni degli immobili e delle plusvalenze non realizzate. In ogni caso il tasso di redditività non può essere superiore al tasso di interesse adottato per la proiezione del debito pubblico nel medio e lungo periodo.

Il tasso tecnico di attualizzazione rappresenta il tasso utilizzato negli enti con sistema finanziario di gestione della capitalizzazione individuale (Enti Previdenziali ex decreto legislativo n. 103/1996) al fine di determinare il valore attuale medio:

- dei contributi previsti relativi agli iscritti in servizio ad una certa data;
- delle prestazioni per gli attivi (dato dalla somma dei valori attuali dei flussi previsti in uscita relativi ai capitali liquidati agli iscritti che sono in servizio alla data di valutazione);
- delle prestazioni per i pensionati (dato dal valore attuale dei flussi previsti in uscita relativi alle pensioni erogate agli iscritti che sono pensionati alla data di valutazione). Questo importo rappresenta, quindi, la riserva matematica relativa alle pensioni in vigore alla data di valutazione secondo le ipotesi formulate (tasso di interesse, tasso di rivalutazione delle pensioni e basi demografiche);
- delle spese di amministrazione.

Pertanto per gli enti ex. 103/1996 la gestione risulta in equilibrio se il patrimonio netto dell'ente (dato dalla somma dei valori di mercato delle attività destinate alla copertura degli impegni) sommato al valore attuale medio delle entrate risulta superiore al valore attuale medio delle uscite future.

A tal proposito è importante sottolineare che, negli schemi previdenziali a contributo definito retti dal sistema finanziario di gestione della capitalizzazione individuale, i saldi previdenziali possono risultare negativi pur in presenza di una situazione di equilibrio tecnico finanziario: il pagamento delle prestazioni avviene mediante il patrimonio a copertura dei montanti individuali e non attraverso i contributi degli attivi vigenti.

È noto a tutti che gli investimenti del patrimonio degli enti sono esposti, come qualsiasi tipo di investimento, alla variabilità dei rendimenti finanziari; come diretta conseguenza un portafoglio in gestione non può avere un rendimento costante e predeterminato.

In linea di principio il tasso tecnico di attualizzazione dovrebbe coincidere con il rendimento atteso del patrimonio gestito dall'ente in quanto calcolare il valore attuale medio degli impegni significa, come è noto, determinare quella somma che opportunamente investita (e qui entra il tasso di rendimento delle attività a copertura) permetta, in media (in senso attuariale) di far fronte agli impegni futuri.

Inoltre, il tasso di capitalizzazione dei montanti contributivi e il tasso annuo reale di rendimento del patrimonio sono strettamente collegati tra loro in quanto è necessario che i rendimenti degli investimenti del patrimonio siano capaci di finanziare ogni anno almeno la rivalutazione garantita del montante contributivo.

L'evenienza di conseguire rendimenti inferiori al tasso di rivalutazione determina una carenza di finanziamento del montante contributivo e quindi una passività latente non finanziata.

Pertanto, risulta di fondamentale importanza l'attenzione all'investimento del patrimonio da parte degli enti, in modo da evitare che la redditività del patrimonio possa risultare inferiore al livello di capitalizzazione dei montanti accumulati, incidendo negativamente sulla sostenibilità di lungo termine e sui parametri di finanziamento vigilati.

A questo si aggiunge, come già accennato in precedenza, la possibilità concessa agli enti di compensare eventuali disavanzi annuali attraverso il ricorso ai rendimenti annuali del patrimonio, riuscendo così a soddisfare le richieste regolamentari degli organi vigilanti.

Le potenziali difficoltà degli enti di far fronte alle obbligazioni assunte devono quindi essere indagate non solo dal lato della contrazione della contribuzione ma anche dal lato del contributo fornito dalla redditività del patrimonio che come detto deve riuscire almeno a finanziare la rivalutazione dei montanti accumulati.

Questo ultimo aspetto risulta particolarmente critico in un contesto di ridotta redditività dei mercati e di probabile crescente volatilità.

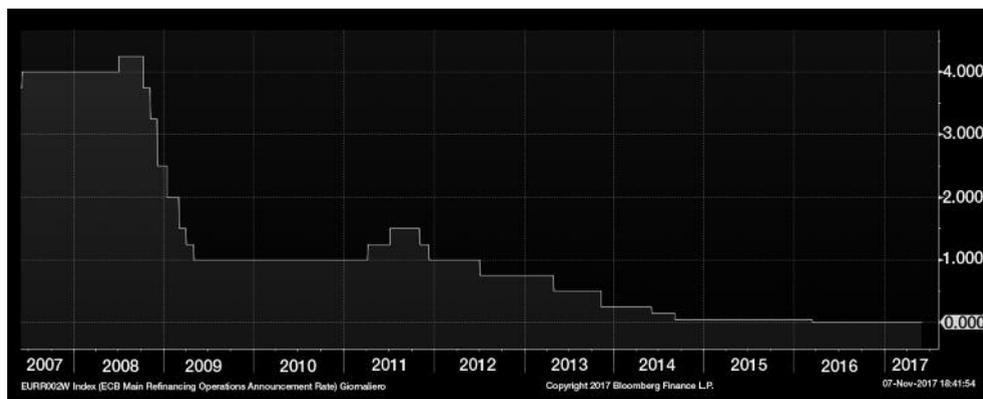
### 3.1.3. Contesto economico-finanziario: l'importanza dell'economia reale va oltre la fase dei tassi negativi

Nell'attuale scenario macroeconomico, plasmato in modo significativo dalla politica monetaria fortemente espansiva attuata dalla BCE, i tassi di interesse nominali nell'area dell'euro si attestano su minimi storici. Il motivo principale per il quale la BCE ha deciso di condurre i tassi verso livelli negativi, attraverso l'implementazione delle c.d. politiche di *Quantitative Easing*, è stato quello di scongiurare il rischio di una depressione economica, contrastando le tendenze deflazionistiche dell'Eurozona.

Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, ovvero il tasso che segnala al mercato l'orientamento di politica monetaria, che nella prima metà del 2009 era stato fissato all'1 per cento, ha subito, da quel momento, progressive riduzioni, attestandosi dal 2016 a 0 punti base (cfr. Figura 8).

Il tasso sui depositi presso la banca centrale (cfr. Figura 9), dalla prima metà del 2014, è sceso sotto la soglia dello zero, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale (cfr. Figura 9, linea bianca) si attesta dal 2016 a 25 punti base; si noti come il corridoio dei tassi di interesse, che definisce il limite massimo e minimo per il tasso di interesse overnight, negli ultimi tre anni, non sia mai stato così stretto. È interessante notare come il tasso medio overnight (cfr. Figura 9), l'Eonia (Euro OverNight Index Average), abbia iniziato a oscillare, a partire dalla crisi finanziaria del 2007-

Figura 8 - Tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (valori in percentuale)



Fonte: Bloomberg.

o8, intorno a livelli molto prossimi a quelli del tasso d'interesse sui depositi presso la banca centrale.

In tale scenario, i rendimenti della maggior parte dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno fatto registrare una flessione notevole, raggiungendo livelli minimi mai sfiorati in precedenza (cfr. Figura 10). La diminuzione dei tassi d'interesse – sia nominali che reali – è tuttavia un fenomeno che persiste dagli anni '90; esso risulta chiaramente visibile nel grafico sottostante, il quale illustra la dinamica temporale dei rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni degli Stati Uniti d'America (cfr. "US"), Germania (cfr. "DE"), Italia (cfr. "IT") e "Regno Unito" (cfr. "UK").

Tale situazione, secondo la BCE (cfr. *"The economic consequences of low interest rates"*), è *"in parte riconducibile a una lieve tendenza discendente dei rendimenti sulle attività sicure dell'area dell'euro nell'ultimo decennio ed è soprattutto la conseguenza del peggioramento della crisi del debito sovrano nel 2011, quando la ricomposizione dei portafogli di investimento a favore delle poche attività considerate non rischiose aveva sospinto in territorio negativo i tassi di interesse reali privi di rischio. Poiché le attese di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro sono saldamente ancorate appena al di sotto del 2 per cento, in linea con la nostra definizione di stabilità dei prezzi, questi tassi nominali modesti comportano rendimenti reali attesi lievemente negativi per le attività sicure"*.

Sebbene vi siano ormai già le avvisaglie di una fase di rientro graduale del c.d. *Quantitative Easing* e, quindi, di possibile rialzo dei tassi di interesse (difficile dire però con quale rapidità e dinamica), va riconosciuto che, in modo indiretto, le politiche monetarie attuate dalla BCE hanno creato una serie di incentivi (o di consapevolezze) che hanno portato gli investitori istituzionali verso nuove direzioni, generando un incremento della domanda dei portafogli c.d. a "bilanciere" (*barbell*) attraverso l'incremento delle allocazioni nel settore del *private equity*, delle infrastrutture e degli ETF a basso costo e nelle attività di rischio del mercato dei capitali – ad elevata leva finanziaria – che generano elevati rendimenti anche nel breve periodo (es. *hedge fund* e fondi a ritorno assoluto)<sup>25</sup>.

Figura 9 - Tassi sui depositi presso la BCE, sulle operazioni di rifinanziamento marginale ed EONIA (valori in percentuale)



Fonte: Bloomberg.

L'esperienza maturata in questi anni, e i rilevanti effetti negativi che in molti casi ha prodotto la prolungata riduzione dei tassi di interesse, ha mostrato agli investitori istituzionali l'utilità e la necessità di avere portafogli meglio bilanciati, con presenza di attività più scorrelate dall'andamento generale dei mercati finanziari, attività che – tipicamente – sono quelle connesse ad investimenti nell'economia reale. Esigenze che a ben vedere non terminano con la fine del Quantitative Easing.

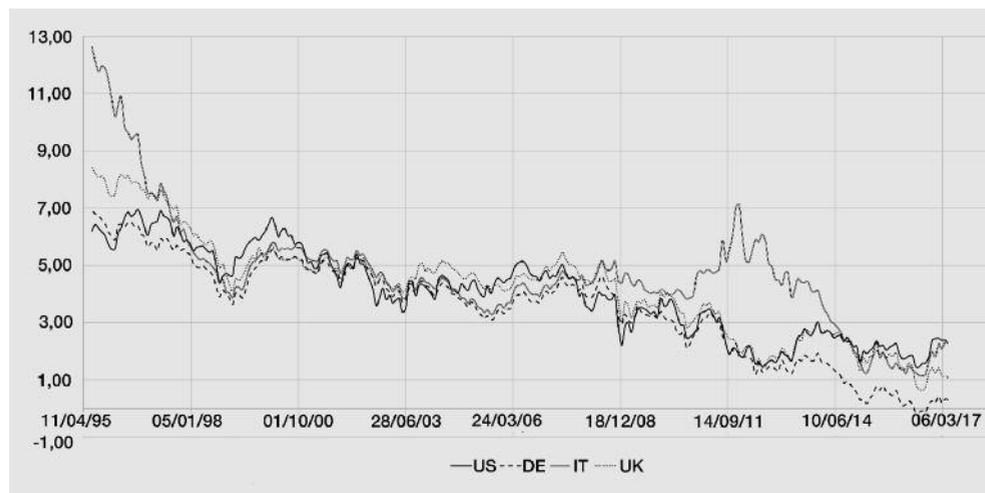
Tutto ciò ha avviato dinamiche che hanno spinto gli investitori istituzionali dei Paesi OCSE alla ricerca di nuovi equilibri, concentrandosi sulla rivisitazione delle strategie di *asset allocation* soprattutto per quanto concerne le strategie di investimento alternative.

#### 3.1.4. Importanza degli *asset* alternativi

È con l'attuale scenario economico-finanziario che molti investitori istituzionali si sono resi conto dell'importanza che gli investimenti “alternativi” possono rivestire nell'ambito della loro strategia di *asset allocation*, importanza che va ben al di là della sola connessione con la fase congiunturale di mercato. In tale scenario, dunque, essi si sono trovati nella reale necessità di dover affrontare una sfida concreta: ridefinire le proprie politiche e strategie tradizionali di *asset allocation* al fine di raggiungere adeguate combinazioni rischio-rendimento atteso.

Indipendentemente dal contesto macroeconomico che contraddistingue un determinato arco temporale, risulta chiaro che la diversificazione degli investimenti tra molteplici classi di attivo, realizzata attraverso un adeguato bilanciamento tra *assets* c.d. “non rischiosi”, ovvero con rendimenti stabili e conservativi, e *assets* c.d.

Figura 10 - Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni (valori in percentuale)



Fonte: Bloomberg.

“ad alto rendimento”, quindi più volatili e speculativi, ha rappresentato – e rappresenta – per gli enti previdenziali una pratica “prudente” funzionale al perseguimento dell’equilibrio economico-finanziario di lungo periodo, equilibrio che costituisce il pilastro fondante su cui è imperniata la loro operatività.

Il conseguimento di rendimenti corretti per il rischio, in grado di soddisfare le esigenze di equilibrio garantendo, al contempo, il rispetto dei vincoli di stabilità e adeguatezza, può essere estremamente difficile, soprattutto quando una porzione rilevante del mercato obbligazionario offra ritorni – sia nominali che reali – negativi. In che modo è quindi possibile ovviare a tale problematica? La gestione attiva (c.d. *active management*) e la diversificazione rappresentano una soluzione interessante.

A differenza della gestione passiva (c.d. “*passive management*”), attraverso la quale il gestore, disponendo di un limitato grado di discrezionalità operativa, mira a replicare l’andamento di un determinato *benchmark* o di un particolare indice di mercato, la gestione attiva consente al gestore stesso di attuare strategie di investimento finalizzate al conseguimento di una *performance* potenzialmente superiore rispetto a quella offerta dal *benchmark* prescelto. Così facendo, l’*asset manager* ha la possibilità di limitare, in modo potenzialmente significativo, l’impatto sfavorevole derivante dalla scarsa appetibilità dei rendimenti offerti dal comparto obbligazionario sulla redditività di portafoglio, sia attraverso il ribilanciamento discrezionale dei pesi dei singoli *assets*, in funzione di variazioni delle aspettative sulle variabili di mercato (c.d. “*tactical asset allocation*” e “*market timing strategies*”), sia attraverso la selezione di particolari titoli piuttosto che altri, in base ad analisi sulle caratteristiche intrinseche degli strumenti finanziari e dei relativi emittenti (c.d. “*security selection*” e “*relative value strategies*”).

Figura 11 - Asset class performance (2007-2016)

	2007	2008	2009	2010	2011
PERFORMANCE ↑	International equity 17,12%	Investment-grade bonds 5,24%	High-yield bonds 57,51%	U.S. small-cap equity 26,85%	Investment-grade bonds 7,84%
	Alternatives 7,65%	Cash 1,80%	International equity 42,14%	U.S. large-cap equity 16,10%	High-yield bonds 4,38%
	Investment-grade bonds 6,97%	Alternatives -16,24%	Diversified portfolio 29,70%	High-yield bonds 15,19%	U.S. large-cap equity 1,50%
	Diversified portfolio 6,36%	Diversified portfolio -25,67%	U.S. large-cap equity 28,43%	Diversified portfolio 14,90%	Cash 0,08%
	U.S. large-cap equity 5,77%	High-yield bonds -26,39%	U.S. small-cap equity 27,17%	Alternatives 13,09%	Alternatives -0,10%
	Cash 4,74%	U.S. small-cap equity -33,79%	Alternatives 17,00%	Alternatives 13,09%	Diversified portfolio -0,65%
	High-yield bonds 2,24%	U.S. large-cap equity -37,60%	Investment-grade bonds 5,93%	Investment-grade bonds 6,54%	U.S. small-cap equity -4,18%
	U.S. small-cap equity -1,57%	International equity -45,24%	Cash 0,16%	Cash 0,13%	International equity -13,33%
	Fonte: John Hancock Investments				

Accanto alla gestione attiva, l'altro strumento particolarmente utile per raggiungere combinazioni di rischio-rendimento ottimali, alla luce dei livelli estremamente bassi dei rendimenti offerti dalle obbligazioni governative, è quello della diversificazione fra le varie *asset class*. Un approccio d'investimento diversificato, che include una vasta gamma di classi di attività finanziarie è particolarmente indicato soprattutto per gli investitori con obiettivi di rendimento da raggiungere nel lungo periodo.

Ai fini di una diversificazione efficiente, accanto alle classi d'investimento tradizionali, come le azioni, le obbligazioni e i fondi comuni d'investimento, ne esistono altre definite "alternative": si tratta di strumenti finanziari, meno facilmente accessibili agli investitori non qualificati, spesso caratterizzati da un minor grado di liquidità, che generalmente mostrano una dinamica dei rendimenti debolmente (o inversamente) correlata rispetto a quella dei mercati finanziari. È proprio questa particolare peculiarità che rende la classe degli "alternative" vantaggiosa per i gestori di portafoglio.

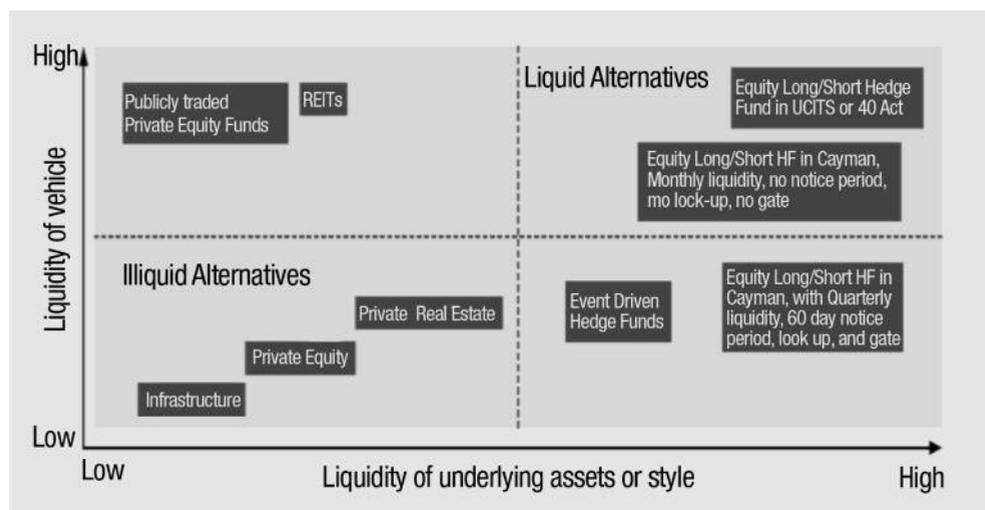
	2012	2013	2014	2015	2016
	International equity 17,39%	U.S. small-cap equity 38,82%	U.S. large-cap equity 13,24%	U.S. large-cap equity 0,92%	U.S. small-cap equity 21,31%
	U.S. large-cap equity 16,42%	U.S. large-cap equity 33,11%	Investment-grade bonds 5,97%	Investment-grade bonds 0,55%	High-yield bonds 17,49%
	U.S. small-cap equity 16,35%	International equity 15,78%	U.S. small-cap equity 4,89%	Cash 0,03%	U.S. large-cap equity 12,05%
	High-yield bonds 15,59%	Diversified portfolio 15,55%	Diversified portfolio 4,23%	Diversified portfolio -2,79%	Diversified portfolio 10,78%
	Diversified portfolio 12,91%	High-yield bonds 7,42%	High-yield bonds 2,50%	Alternatives -3,92%	Alternatives 6,20%
	Alternatives 7,48%	Alternatives 0,21%	Alternatives 2,19%	U.S. small-cap equity -4,41%	International equity 5,01%
	Investment-grade bonds 4,21%	Cash 0,05%	Cash 0,03%	High-yield bonds -4,64%	Investment-grade bonds 2,65%
	Cash 0,07%	Investment-grade bonds -2,02%	International equity -3,44%	International equity -5,25%	Cash 0,27%

Come risulta evidente dalla Figura 11, allocare in modo diversificato gli *assets* che costituiscono un portafoglio d'investimento è vantaggioso per due motivi principali:

1. non esiste una classe d'investimento che mostra dinamiche di *performance* stabili di anno in anno;
2. un portafoglio diversificato, rispetto altre *asset class*, considerate singolarmente, offre prospettive di performance più stabili nel tempo e meno volatili (cfr. Figura 11).

Considerando la corsa degli investitori alla ricerca di nuove fonti di Alpha (es. *statistical arbitrage*, *neutral long/short strategies*), di fattori Beta alternativi (*smart beta*, *factor beta*, *strategic beta*), di strumenti che offrono rendimenti non correlati (*mar-*

Figura 12 - Investimenti alternativi: classificazione in base al grado di liquidità



Fonte: AllianzGI - The Case for Alternatives, Agosto 2015.

*ket-neutrality*), di *assets* che agiscano da “sostituti”, più o meno perfetti, delle obbligazioni governative *fixed-income*, i c.d. investimenti alternativi (*alternative investments*) assumono un'importanza tendenzialmente sempre più rilevante.

La galassia degli *alternative* comprende diverse categorie di strumenti d'investimento, ognuno dei quali con un particolare profilo di rischio-rendimento atteso; in tale *asset class* rientrano:

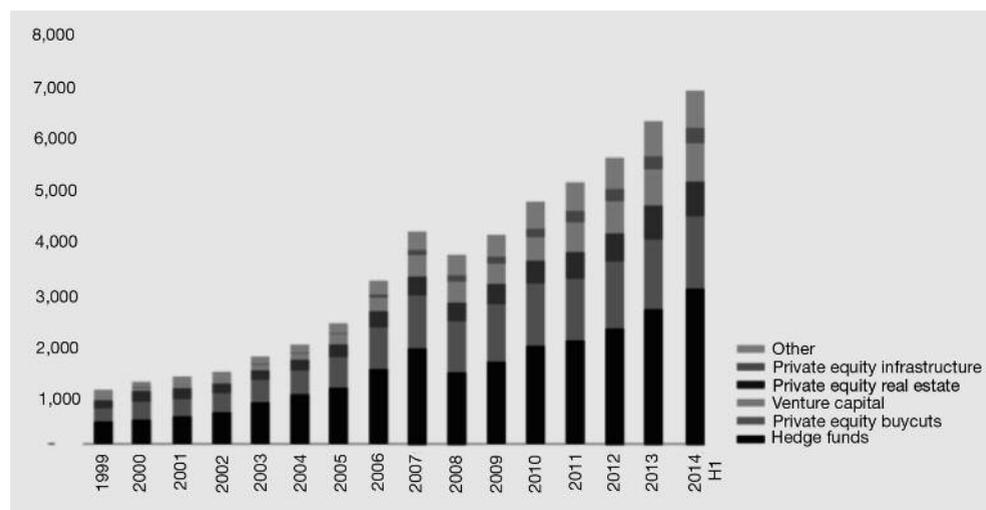
- strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentari che esulano da quelli tradizionali (azioni e obbligazioni): è il caso delle valute e delle *commodity*;
- attività reali come oggetti d'arte, vini pregiati, etc.;
- strategie d'investimento basate su accordi negoziali privati come azioni private (*private equity*), debito privato (*private debt*), debito per infrastrutture (*infrastructure debt*), debito immobiliare (*real estate debt*);
- veicoli d'investimento alternativi (es. FIA, *alternative investment fund*).

Sotto il profilo della liquidità, gli investimenti alternativi possono essere classificati in base a due diversi aspetti (cfr. Figura 12):

- 1) la liquidità del bene o lo stile d'investimento del fondo
- 2) il grado di liquidità del veicolo d'investimento.

A seguito della crisi finanziaria, i clienti hanno richiesto allineamenti sempre maggiori tra la liquidità delle attività sottostanti e la liquidità del veicolo d'investimento.

Figura 13 - Industria degli alternatives: profilo evolutivo delle attività gestite



Fonte: Prequin, *hedge fund* Research.

Negli ultimi anni l'industria degli investimenti alternativi ha conosciuto una notevole espansione: il totale delle attività gestite è aumentato, nel periodo compreso tra il 1999 e il 2014, da 1 a 7 trilioni di dollari (cfr. Figura 13); secondo uno studio condotto da PwC<sup>26</sup> l'ammontare totale delle attività gestite raggiungerà nel 2020 i 13 trilioni di dollari.

L'insieme degli investitori che alloca capitale per investimenti alternativi è vasto e diversificato, e comprende sia gli investitori istituzionali che quelli *retail*. Tra i maggiori e più influenti investitori negli “*alternative*” figurano, a livello internazionale, proprio i fondi pensione e gli enti previdenziali.

Nella maggior parte delle legislazioni, l'investimento negli “*alternative*” è consentito solamente ad individui con dotazioni patrimoniali rilevanti e agli investitori istituzionali, poiché si ritiene che essi stessi siano in grado di comprendere la struttura e i rischi dell'investimento in modo molto più consapevole rispetto agli investitori *retail*.

Solitamente, gli investimenti negli “*alternatives*” si realizzano attraverso le strutture tipiche dei fondi chiusi ed hanno un *holding period* compreso tra i 10 e i 15 anni. In tal caso, l'intero valore della partecipazione all'investimento è restituito entro tale lasso di tempo. Un'eccezione a tali tipologie di strutture è rappresentata dagli *hedge fund*, ovvero enti che offrono strutture spesso analoghe a quelle dei fondi aperti.

Rispetto ai fondi comuni d'investimento tradizionali, i fondi d'investimento alternativi godono di maggiore flessibilità, sia in termini di strategie d'investimento, sia in termini di utilizzo della leva finanziaria, sia riguardo alla possibilità di scelta degli strumenti finanziari sui quali poter investire. Le strutture dei fondi di investimento alternativi (c.d. FIA) possono differire in modo significativo da quelle dei fon-

di comuni d'investimento autorizzati sotto la direttiva UCITS, soprattutto in relazione ai seguenti aspetti:

- struttura ed entità delle commissioni;
- durata e grado di liquidità dell'investimento;
- vincoli degli investitori;
- metriche di performance.

### 3.2. *Analisi dell'offerta: elementi distintivi degli IER*

In Italia, allo stato attuale, si osserva una generale scarsità di progetti “eligibili” negli ambiti degli alternativi, quantomeno se si fa riferimento ad iniziative eminentemente concentrate sul contesto nazionale; occorre, quindi, scongiurare il rischio del paradosso di attivare condizioni che stimolano la domanda di IER da parte delle Casse, che poi rimarrebbe insoddisfatta per l'inadeguatezza dell'offerta. In questa prospettiva, sarebbe fondamentale non tanto favorire in senso generale l'aumento dell'offerta di investimenti alternativi (e quindi di investimenti nell'economia reale), quanto aumentare tale offerta, adattandola alle esigenze delle Casse.

Gli investimenti alternativi rappresentano un universo che spazia dagli investimenti in progetti e beni reali (*real estate*, *private equity*, progetti infrastrutturali, *private debt*) a strumenti quotati e con un grado di liquidabilità medio-alto (*commodities* ed *hedge funds*).

Nel primo caso, l'analisi degli investimenti richiederebbe la valutazione *ad hoc* di una serie di caratteristiche che variano e dipendono dal tipo di investimento: vincoli legislativi, contrattuali e di *budget* nei progetti immobiliari, oppure i vincoli di bilancio e aziendali nelle operazioni di investimento in *private equity* o ancora valutazioni sul progetto, sulle competenze e affidabilità delle persone, sui contenuti tecnologici, sul mercato dei concorrenti in un progetto di *venture capital*.

In tutti questi casi, alla valutazione quantitativa, si affianca l'analisi qualitativa degli investimenti. A tal fine, si rende necessario possedere competenze specialistiche, spesso diverse da quelle utilizzate per la valutazione degli strumenti scambiati nei mercati finanziari, ovvero competenze di carattere giuridico-normativo, capacità in ambito di revisione contabile, consulenza strategica, organizzazione aziendale, valutazione creditizia, *et cetera*.

Nel secondo caso, in presenza quindi di strumenti quotati, essendo la loro *performance* legata, in modo più o meno rilevante, all'andamento dei mercati finanziari, i processi di analisi e di selezione dei rischi presentano una maggiore standardizzazione, in quanto si dispone di un significativo *set* informativo sulla base del quale è possibile formulare valutazioni maggiormente “oggettive”. Anche in questo caso però, l'analisi dei rischi non può prescindere dall'esame di variabili prettamente qualitative.

Volendo delineare un approccio di analisi semplificato, si può far riferimento all'iter procedurale descritto di seguito:

Figura 14 - Classificazione IER



1. *Identificare le caratteristiche dell'investimento alternativo.*  
Attraverso tale fase si procede a determinare la tipologia (*private equity, hedge fund, private debt, immobiliare, ecc.*) e la struttura (fondo chiuso, fondo aperto, altro veicolo) dell'investimento al fine di identificare i rischi che devono essere considerati nel processo di analisi, nonché le competenze e le *skills* necessarie per l'*investment management process*.
2. *Individuare la tipologia del gestore.*  
Attraverso tale fase si procede ad individuare la tipologia di gestore (*asset manager specializzato, società indipendente, et cetera*) e ad esaminarne le caratteristiche peculiari. Essa, oltre ad essere particolarmente rilevante ai fini del processo di selezione e scelta dei gestori, è importante per valutare la robustezza dei processi d'investimento dagli stessi implementati.
3. *Identificare gli elementi distintivi dell'investimento.*  
Attraverso tale fase si procede ad identificare e ad analizzare le variabili principali che determinano la *performance* dell'investimento. Tra di esse, le più rilevanti sono: la durata dell'investimento (*holding period* e liquidabilità della quota o partecipazione sottoscritta), le caratteristiche del gestore (esperienza e abilità del team che si occupa dell'*asset management*, dimensione, *performance track records*), il profilo rischio-rendimento (*cash flow attesi*, premio per il rischio, premio per la liquidità, rischio di credito, etc.). Quest'ultima fase è di fondamentale importanza per gli investitori; tramite essa, infatti, tali soggetti hanno la possibilità di valutare se l'operazione d'investimento risulta idonea alle proprie caratteristiche e ai propri "*desiderata*" in termini di rischio-rendimento.

Al fine di individuare le caratteristiche chiave dell'investitore (quale soggetto realizzatore/gestore dell'IER), nella prospettiva dello sviluppo di una relazione efficace e stabile con la domanda *target*, nel presente paragrafo si fornirà un approfondimento sulla natura degli investimenti in economia reale, nonché sulle diverse tipologie di gestore. L'obiettivo è quello di introdurre ed esaminare gli elementi propedeutici allo svolgimento di un'analisi quali-quantitativa finalizzata alla scelta del gestore.

### 3.2.1. Natura dell'investimento

Nella macro categoria degli investimenti in economia reale (c.d. IER) possono essere distinte tre sotto-categorie, come illustrato nella Figura 14.

### 3.2.1.1 Imprese

Nel settembre del 2015 la Commissione europea presentò un piano d'azione per dare impulso al finanziamento delle imprese e agli investimenti. Il documento, sottoscritto da Juncker, pose in evidenza la necessità di creare un vero mercato unico dei capitali in tutti gli Stati membri dell'UE, in grado di supportare lo sviluppo di fonti alternative di finanziamento, complementari a quelle bancarie, quali, ad esempio, i mercati dei capitali, il *crowdfunding*, il *venture capital* e la gestione patrimoniale.

La diversificazione delle fonti e dei canali di accesso al credito, oltre a favorire la crescita degli investimenti e il sostegno all'attività economica, risulta essenziale per garantire la stabilità finanziaria in quanto, tramite essa, si riesce a limitare l'impatto di potenziali *shock* che colpiscono il sistema bancario sulla capacità delle imprese di finanziarsi.

Le banche, che storicamente hanno rappresentato il principale veicolo di *funding* per le imprese, tradizionalmente valutano le stesse in termini di probabilità di *default*, focalizzando l'attenzione sulla loro capacità di rimborsare i crediti concessi; al contrario i c.d. “*alternative lender*” e le strutture ibride più vicine ai mercati dei capitali (es. *private equity* e *private debt*) adottano logiche di selezione maggiormente flessibili, orientate alle prospettive e ai potenziali di crescita e sviluppo, che prendono in esame aspetti che spesso sono trascurati nell'ambito delle analisi tradizionali.

Tutto ciò premesso, oltre ai tradizionali strumenti obbligazionari e azionari, quali sono i principali veicoli/strumenti c.d. “alternativi” attraverso cui gli investitori possono partecipare, direttamente o indirettamente, al finanziamento delle attività imprenditoriali? *private equity*, *venture capital* e *private debt*.

Con l'espressione “*private equity*” si fa riferimento a operazioni di investimento – con un orizzonte temporale di medio-lungo termine – in imprese non quotate aventi un elevato potenziale di crescita e sviluppo. L'attività di *private equity* non consiste esclusivamente nell'apporto di capitale di rischio ma comprende una moltitudine di attività connesse alla realizzazione del progetto imprenditoriale.

Per gli investitori istituzionali l'investimento in *private equity* si rileva interessante soprattutto per i seguenti aspetti<sup>27</sup>:

- capacità di generare elevati tassi di rendimenti su orizzonti temporali di lungo periodo (cfr. Figura 15);
- i manager hanno un controllo diretto sull'investimento, potendo influenzare le decisioni strategiche dell'impresa partecipata;
- elevato grado di allineamento tra interessi degli investitori e quelli del management;
- ampliamento delle opportunità di investimento (benefici in termini di diversificazione).

L'accesso degli investitori istituzionali al canale del *private equity* avviene generalmente attraverso la tipica struttura del fondo d'investimento (fondo di *private equi-*

Figura 15 - Rendimenti nei vari settori dei mercati dei capitali al 31/12/2015

%	1 YEAR	3 YEARS	5 YEARS	10 YEARS	15 YEARS	20 YEARS
<b>PRIVATE EQUITY</b>						
Upper quartile	17.8	21.1	18.0	17.5	14.8	18.0
All Private Equity	8.3	13.7	12.0	11.2	9.2	13.8
Lower quartile	-7.1	-3.6	-2.8	-1.1	-4.0	-0.8
<b>PUBLIC EQUITY</b>						
S&P 500	1.4	15.1	12.6	7.3	5.0	8.2
Russell 2000 Growth	-4.4	11.7	9.2	6.9	7.3	8.0
NASDAQ	7.0	19.8	15.0	9.7	5.9	9.1
MSCI Europe	-2.3	5.1	4.5	4.0	4.0	6.8
MSCI EAFE	-0.4	5.5	4.1	3.5	4.0	4.8
Nikkei (Japan)	8.7	9.4	4.6	1.5	1.8	-1.0
MSCI Emerging Markets	-14.6	-6.4	-4.5	3.9	8.9	5.5
Sensex (India)	-9.4	3.6	-3.0	6.6	10.8	7.8
SSEC (China)	4.5	14.4	5.0	14.2	5.3	11.1
<b>FIXED INCOME</b>						
Barclays Aggregate	0.5	1.4	3.2	4.5	5.0	5.3
Barclays High Yield	-4.5	1.7	5.0	7.0	7.6	6.7
<b>ALTERNATIVE INVESTMENTS</b>						
HFRI Composite	-2.3	1.2	-0.5	0.2	1.4	4.6
NCREIF	13.3	12.0	12.2	7.8	9.0	9.9
REIT	2.3	10.3	11.6	6.9	10.7	10.3
DJ-UBS Commodities	-24.7	-17.3	-13.5	-6.4	-1.0	1.0

Fonte: Barclays, Burgiss, FactSet, Hedge Fund Research, MSCI, NCREIF

ty); meno frequenti sono gli investimenti diretti nelle società *target*. Indipendentemente dalla modalità di accesso scelta dagli investitori, tali operazioni finanziarie si caratterizzano per quattro aspetti peculiari:

1. *Commitment* a lungo termine.

Gli investitori devono essere disposti ad impegnare i propri fondi per un periodo di tempo medio-lungo (in genere 10-15 anni): solitamente, nei primi anni dell'investimento (*early stages*), non è previsto alcun flusso di cassa in entrata. Gli investitori potranno monetizzare l'investimento nelle imprese di cui si è acquisito il controllo solo successivamente, una volta che la partecipazione sarà venduta sul mercato. Questa è forse la peculiarità più significativa e rilevante che caratterizza tali investimenti, in quanto li rende estremamente illiquidi.

2. Conoscenza profonda dei settori produttivi e delle imprese.

L'*expertise* e l'esperienza del *team* del fondo rappresentano i fattori che definiscono il confine tra il successo ed il fallimento di un'operazione di *private equity*. Per tale motivo, in un settore contraddistinto da elevata asimmetria informativa, si rivela indispensabile affidarsi alle abilità dei *fund managers*. Ecco quindi spiegato il motivo per il quale la modalità di investimento più seguita risulta essere quella indiretta.

3. Le barriere all'entrata sono alte.

Una volta sottoscritto il fondo di *private equity*, gli investitori si impegnano legalmente a versare il capitale richiesto dal *manager* del fondo alle diverse scadenze contrattualmente previste. Nel caso in cui i sottoscrittori non riuscissero ad adempiere in modo puntuale alle obbligazioni assunte, potrebbero vedersi sottrarre l'intero ammontare di capitale sino a quel momento versato; per tale ragione essi sono indotti, in modo implicito, ad assumere un atteggiamento molto conservativo, limitando l'entrata in nuovi fondi, almeno fino a quando l'*investment period* non sarà terminato.

4. La remunerazione dei gestori è del tipo *performance-based*.

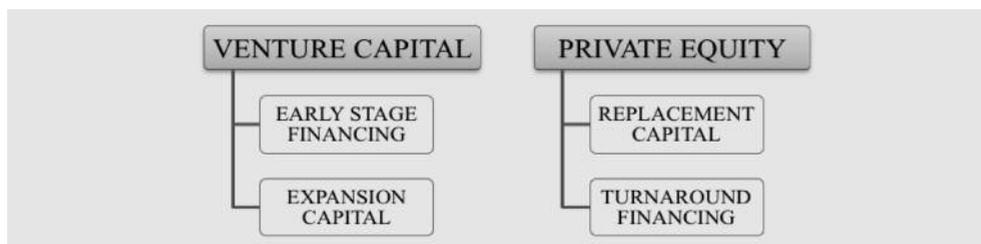
Generalmente, il compenso richiesto dagli *asset managers* sarà tanto più alto quanto migliore sarà la *performance* generata dall'investimento. Tale schema retributivo rappresenta un approccio molto efficace che permette di conseguire un duplice obiettivo: da un lato l'allineamento degli interessi tra il *principal* (*investors*) e l'*agent* (*gestore*), dall'altro una riduzione dei costi di agenzia.

Volendo ipotizzare una classificazione attinente alle motivazioni dalle quali trae origine la domanda per tale tipologia di intervento, le iniziative di *private equity* possono essere distinte in quattro macro-categorie:

- *early stage financing*, ovvero tutti gli interventi tesi a sostenere le fasi iniziali di un progetto di business o di un'attività imprenditoriale;
- *expansion capital*, ovvero tutti gli interventi realizzati in attività imprenditoriali esistenti e avviate, allo scopo di favorirne il consolidamento, l'ulteriore sviluppo o l'accesso alla quotazione nei mercati di borsa;

- replacement capital, ovvero tutti gli interventi volti a incoraggiare e sostenere il riordino degli assetti proprietari;
- *turnaround financing*, ovvero tutti gli interventi finalizzati a rilanciare, o nei casi più gravi a ristrutturare, progetti imprenditoriali che versano in situazioni di crisi.

Generalmente, si è soliti ricondurre le prime due macro-aree nella categoria del “*venture capital*” e le restanti in quella del “*private equity*”.



I rischi connessi a questa tipologia di investimento alternativo possono essere sintetizzati in tre categorie principali: *funding risk*, *liquidity risk* e *market risk*.

Il *funding risk* è associato all'imprevedibile richiesta di finanziamento da parte del *manager* del fondo. Come specificato poco sopra, gli investitori (qualificati come *Limited Partners*) impegnano un certo importo all'inizio della vita della partnership, che versano successivamente nel corso dell'*investment period* in virtù delle opportunità identificate dal *manager* (*General Partner*). In sostanza, quando il *manager fund* identifica una certa opportunità di investimento, richiederà contestualmente che il dovuto versamento sia effettuato; qualora l'investitore non possa far fronte alla richiesta, perderà l'intero investimento fino a quel momento effettuato<sup>28</sup>.

Il *liquidity risk* si riferisce alla difficoltà di poter trasformare in un breve periodo temporale la propria partecipazione al fondo in *cash*. Ciò è dovuto all'assenza di un mercato secondario e alla non previsione da parte delle strutture dei fondi di *private equity* di *redemptions* durante il periodo di investimento. Pertanto, qualora l'investitore abbia la necessità di liquidare la propria partecipazione potrà farlo senza, tuttavia, beneficiare di un efficiente sistema. Invero, molto spesso, le partecipazioni vengono cedute con un ampio margine di sconto rispetto al NAV corrente<sup>29</sup>.

Il *market risk* è il rischio associato alle fluttuazioni del valore dell'investimento a causa della variazione dei fattori sottostanti. Esso risulta di difficile inquadramento non essendo disponibili su base giornaliera ed in tempo reale i dati che definiscono la performance dell'investimento stesso<sup>30</sup>.

Tutti questi rischi possono essere ridotti attraverso un'oculata diversificazione in termini di strategia aziendale, ciclo di investimento, Paese di riferimento così come attraverso un'accurata selezione dei gestori.

Unitamente al *private equity* e al *venture capital*, il *private debt* costituisce un'altra importante fonte di finanziamento alternativa per le piccole e medie imprese. Il *private debt* comprende molteplici forme di finanziamento provenienti soprattutto da investitori istituzionali.

Diversamente dalle tradizionali obbligazioni *corporate* scambiate nei mercati di borsa, le operazioni e gli strumenti rientranti nell'ambito del *private debt* sono generalmente poco liquidi e non sono negoziati nei mercati regolamentati.

Le iniziative di *private debt* possono essere classificate in quattro specifici segmenti di mercato:

- *senior debt*, ovvero prestiti assistiti da garanzie, finalizzati a finanziare il processo di crescita e a sostenere il consolidamento strategico delle imprese;
- *mezzanine debt*, ovvero strumenti di debito subordinato, che rappresentano un ibrido fra il debito e l'*equity* (azioni privilegiate, debito subordinato convertibile, etc.), utilizzati soprattutto nelle operazioni di acquisizione di società con elevato indice di leva finanziaria, c.d. *leverage buy-out*;
- *credit opportunities*, ovvero operazioni che ricomprendono un'ampia gamma di strutture e situazioni di finanziamento con elevate prospettive di rendimento;
- *distressed debt*, ovvero il complesso di investimenti che hanno per oggetto strumenti finanziari emessi da società che si trovano ad affrontare situazioni di crisi finanziaria e/o economica.

Analizzando la tabella 1 si evince che le operazioni di *private debt* possano offrire, soprattutto in termini di riduzione dell'esposizione alla volatilità di mercato o di maggiori rendimenti attesi, vantaggi significativi rispetto alle obbligazioni *high-yield* e ai prestiti bancari garantiti.

### 3.2.1.2 Immobiliare

Il settore immobiliare rappresenta da sempre uno dei fattori trainanti dell'economia. L'istituzionalizzazione di nuovi soggetti, quali i fondi immobiliari chiusi, e la rapida proliferazione di strumenti di investimento rientranti nell'ambito del *real estate* hanno favorito il c.d. processo di “finanziarizzazione” del settore. A seguito di tali dinamiche, il *real estate* si è affermato a tutti gli effetti come *asset class* alternativa rispetto a quelle tradizionali.

Investendo nel settore immobiliare, gli investitori hanno la possibilità di raggiungere molteplici combinazioni di rischio-rendimento, in base alle proprie esigenze e attitudini nei confronti del rischio:

- investimento ad elevato rischio con elevate prospettive di ritorno, attraverso strategie c.d. “opportunistiche”;
- investimento a rischio medio con medie prospettive di ritorno, attraverso strategie d'investimento *value-add*;
- investimento conservativo, a basso rischio con moderate prospettive di ritorno, attraverso una strategia base.

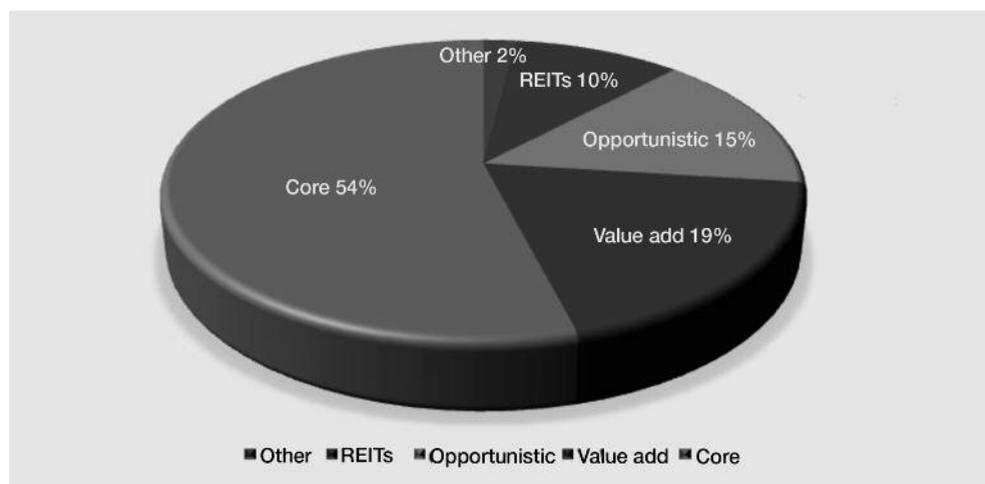
Il diverso contributo al *trade-off* rischio-rendimento offerto dagli investimenti nel “*real*

Tabella 1 – Private Debt vs. Obbligazioni High-Yield vs. Prestiti bancari garantiti			
CHARACTERISTIC	PRIVATE DEBT	HIGH YIELD BOND	SENIOR BANK LOANS
Instrument	Loans (kind of contract)	Bonds (securities)	Loans (kind of contract)
Coupon structure	Mainly floating (LIBOR+X%) (US mezzanine often fixed rate).	Fixed rate (Y%)	Floating (LIBOR + Z%)
Prepayment option	Yes, often with penalties for the borrower	No	Yes
Arranged by	Investment managers	Banks	Banks
Liquidity	Low	Moderate	Low to moderate
Strategy	Active sourcing, then buy-and-hold	Active portfolio management	Active portfolio management
Typical positions per fund/portfolio	15-30	80-120	100-150
Market volatility	Low	High	Moderate
Typical target return (2015)	Senior: 6%-8% Unitranche: 8%-11% Mezzanine: 11%-16%	4.5%-6.5%	4.0%-5.5%
Recovery in default	Depending on seniority, but typically secured	Low (unsecured)	High (senior secured)
Sources of return	- LIBOR. - Credit spread. - Credit research (avoiding defaults). - Illiquidity premium. - Arrangement fee.	- Credit spreads/coupon. - Credit research(avoiding defaults). -Upgrades/price moves. - Interest rate risk.	- LIBOR. - Credit spread. - Credit research (avoiding defaults).
Implementation	Typically investment in limited partnership.	Typically segregated-account or institutional pooled funds.	Typically segregated-account or institutional pooled funds.

Fonte: Mercer.

estate” è ben descritto nel report annuale sugli indicatori dei fondi pensione realizzato da UBS<sup>30</sup>:

*“Real estate can offer a range of investment characteristics with different risk levels. At the lower end of the risk spectrum is core real estate investment, which is focused on predictable income streams available from high quality tenants. Risk is reduced when a building is already operational and generating income. Riskier strategies that aim to improve existing properties are commonly referred to as value-added and opportunistic. Often, with these types of strategies, lease lengths are shorter and*

Figura 16 - Infrastrutture: ripartizione *asset allocation* per stile d'investimento

Fonte: MSCI.

*tenant covenants less secure than those of core properties. The most risky investment strategies include real estate development, which involves new buildings being delivered to the market, and purchasing distressed property or debt at discounted values. As is evidenced by the range of investment styles available, real estate income streams can also be broken down in many ways, offering investors a wide spectrum of risk/return possibilities.”*

Le risultanze contenute nel report MSCI dimostrano l'interesse primario degli investitori verso la sottoclasse “core”, la quale costituisce oltre il 50% dell'esposizione totale degli investitori nel settore immobiliare (cfr. Figura 16).

Il dato più interessante, e forse più sorprendente che emerge dal report, è quello che riguarda i fondi comuni di investimento immobiliare (REITs, *Real Estate Investment Trusts*): le allocazioni in tali strumenti rappresentano solamente il 10% dell'*asset class* “immobiliare” (cfr. Figura 16). La ragione principale di tale fenomeno sembra potersi attribuire, con un buon livello di attendibilità, al minore livello di performance relativa offerto da tale sottoclasse.

Gli investimenti nel settore immobiliare, considerati da sempre *driver* fondamentali nella dinamica di crescita del capitale gestito, sono in grado di offrire da un lato entrate regolari, qualora abbiano ad oggetto attività di locazione, dall'altro potenziali (e significativi) guadagni in conto capitale.

Benché il *real estate* sia considerato, tra le diverse *asset class* d'investimento, l'*assets class* “reale” per antonomasia, gli investimenti in tale settore non garantiscono una protezione efficace contro la dinamica inflazionistica. Nel caso dei beni immobili, infatti, poiché i contratti di locazione prevedono un corrispettivo nominale fisso, i canoni possono essere riproporzionati all'andamento dei prezzi solamente con un certo ritardo<sup>32</sup>. Inoltre, essendo i costi di rifinanziamento legati in modo diretto al

tasso d'inflazione, un aumento generalizzato dell'indice dei prezzi al consumo contribuisce a contrastare una fuga di mezzi liquidi dagli immobili, con conseguente aumento dei loro prezzi<sup>33</sup>. In virtù di questi due effetti gli investimenti nel *real estate* offrono una tutela contro la dinamica dei prezzi assai limitata.

Esistono due modalità attraverso le quali è possibile realizzare un investimento nel settore immobiliare: quello diretto (acquisto fisico del bene) e quello indiretto (titoli cartolarizzati o veicoli finanziari).

Gli investitori propensi ad indirizzare una quota, seppur limitata, del proprio portafoglio agli investimenti nel settore immobiliare devono essere in grado di coprire una vasta gamma di funzioni specialistiche, sia per implementare la strategia di investimento sia per gestirne i relativi rischi. Dato che la maggior parte degli investitori (non specializzati nel settore *real estate*) non dispongono di strutture dotate di tali *expertise*, essi in genere preferiscono effettuare l'investimento in modo indiretto, attraverso particolari "veicoli d'investimento" (es. fondi immobiliari). La scelta di questi ultimi è influenzata in modo preponderante dalle esigenze del singolo investitore.

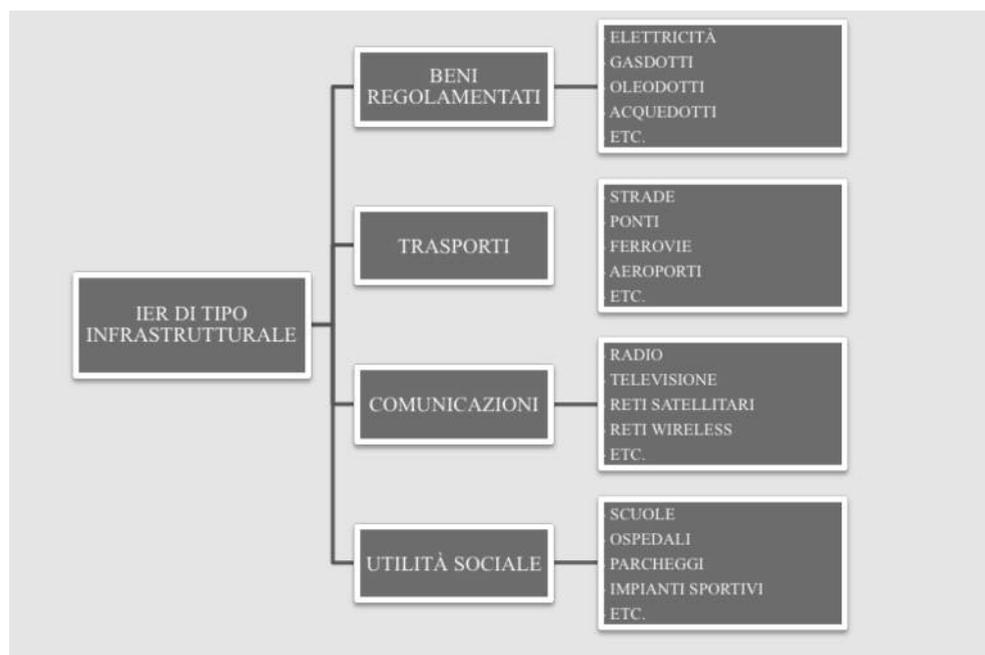
Per gli investitori istituzionali, gli investimenti diretti nel settore immobiliare possono offrire vantaggi e opportunità che non sono altrimenti fruibili realizzando l'investimento in modo indiretto. La prima modalità, infatti, è in grado di garantire, rispetto alla seconda, margini di flessibilità ed elevati standard di efficienza: si eliminano i costi di gestione dell'investimento; si può intervenire direttamente nei miglioramenti del bene, soprattutto per creare una posizione di negoziazione più forte, nella prospettiva di conseguire un maggiore apprezzamento del capitale; si può sfruttare in modo più efficiente il c.d. "effetto diversificazione", essendo gli investimenti diretti meno correlati all'andamento dei mercati finanziari rispetto agli investimenti indiretti realizzati attraverso strumenti finanziari ibridi (es. fondi immobiliari). Quest'ultimi, poiché vengono valutati periodicamente, sulla base di un prezzo di borsa, il quale non riflette necessariamente il valore delle attività sottostanti, mostrano infatti livelli di volatilità maggiormente allineati rispetto a quelli che caratterizzano il mercato finanziario.

Le fluttuazioni dei mercati del debito nelle fasi macroeconomiche di "*quantitative easing*" possono rappresentare anch'esse un vantaggio per gli investitori che scelgono la modalità "diretta", in quanto determinano una riduzione dei costi di accesso al credito necessario per finanziare l'investimento.

Verosimilmente, il rischio più rilevante associato agli investimenti diretti è il rischio di liquidità: rispetto agli investimenti immobiliari realizzati attraverso la partecipazione a un fondo o attraverso un titolo finanziario, gli investimenti diretti nel settore immobiliare sono relativamente molto meno liquidi. Per la loro struttura, infatti, i primi offrono agli investitori un *buffer* di liquidità sotto forma di titoli prontamente negoziabili.

Oltre al rischio di liquidità, un rischio altrettanto rilevante che caratterizza gli investimenti realizzati nel settore immobiliare è il potenziale deprezzamento e/o l'obsolescenza dell'*asset*.

Figura 17 – Classificazione degli IER di tipo infrastrutturali



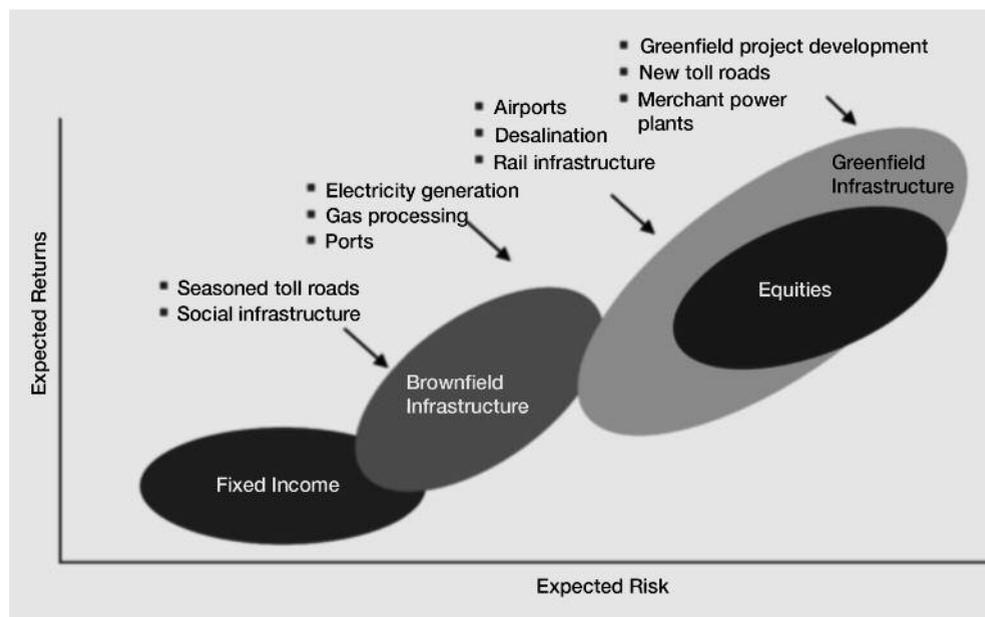
### 3.2.1.3 Infrastrutture

In molti Paesi, negli ultimi anni, il settore privato ha contribuito in modo rilevante al finanziamento e alla realizzazione di molteplici progetti infrastrutturali; tale fenomeno è stato favorito in modo consistente dal crescente processo di innovazione finanziaria, processo che ha alimentato la proliferazione di un'ampia varietà di veicoli e strumenti finanziari aventi ad oggetto investimenti nel settore delle infrastrutture.

Gli investimenti in infrastrutture sono diventati sempre più attraenti per gli investitori istituzionali; nell'ambito della loro strategia di *asset allocation*, questi operatori, oltre a stabilire il peso ottimale degli *assets* infrastrutturali nel loro portafoglio, devono individuare anche la modalità attraverso cui realizzare operativamente l'investimento. Quest'ultimo può essere effettuato direttamente, attraverso l'acquisto dell'attività fisica o dei diritti associati all'utilizzo di un determinato bene, o in modo indiretto, attraverso particolari veicoli finanziari, come ad esempio i fondi chiusi (es. fondi di *private equity*). Il supporto pubblico in termini di benefici fiscali o di garanzie o di contributi variamente articolati può incrementare l'interesse per questa *asset class* e la disponibilità ad investire.

Gli investimenti diretti in alcuni beni infrastrutturali richiedono di solito un orizzonte temporale lungo per il loro completo realizzo. A causa della natura fisica di tali *assets*, gli investimenti diretti non possono essere facilmente venduti e, pertanto, danno origine ad un elevato rischio di liquidità. Tali peculiarità rendono gli investimenti nelle infrastrutture realizzabili e sostenibili, solamente per pochi investitori,

Figura 18 – *Asset classes* tradizionali vs investimenti nel settore delle infrastrutture: profili rischio-rendimento



Fonte: Credit Suisse.

come i fondi pensione e/o le Casse di previdenza. In Italia, gli investimenti c.d. “diretti” possono essere realizzati attraverso diverse forme tecniche; le più comuni sono la finanza di progetto e la *partnership* pubblico-privato.

Per limitare l’apporto di capitale richiesto nella fase iniziale è possibile realizzare l’investimento nel settore infrastrutturale in modo indiretto, investendo in titoli quotati; ciò da un lato consente di facilitare la diversificazione del portafoglio, riducendo l’esposizione al rischio politico e regolamentare di un singolo Paese, dall’altro riduce il rischio di liquidità.

La gamma degli investimenti nel settore delle infrastrutture è molto estesa e diversificata; volendo proporre una suddivisione puramente settoriale, essa può essere ripartita in quattro macro-aree, come illustrato nella Figura 17.

Volendo invece proporre una suddivisione puramente tipologica, la gamma degli investimenti nel settore delle infrastrutture può essere ripartita in due macro-aree principali: gli investimenti c.d. “*greenfield*” e quelli c.d. “*brownfield*”. I primi si riferiscono al finanziamento di nuovi progetti o opere, ancora da realizzare; i secondi, invece, riguardano il finanziamento di progetti o opere in corso di realizzazione, o già ultimate.

Come si evince dalla Figura 18, l’*asset class* “infrastrutture” offre al pubblico degli investitori un’ampia scelta in termini di combinazioni rischio-rendimento.

I fattori che influenzano l’entità dei rendimenti attesi, le aspettative di rischio nonché le proiezioni dei *cash-flow* futuri associati a tale categoria di investimenti sono

molteplici (es. la durata del progetto infrastrutturale, la dinamica demografica, la stabilità politica e regolamentare che caratterizza l'area geografica in cui si sviluppa il progetto, le forme di eventuale sostegno pubblico). Se ne propone, di seguito, una panoramica sintetica, ma articolata.

*Gli investimenti in infrastrutture hanno un orizzonte temporale più lungo rispetto agli investimenti non infrastrutturali*

Per esigenze di sostenibilità economica, tali investimenti devono essere realizzati considerando, in via primaria, la struttura delle passività del soggetto che li realizza. Si prenda, a titolo esemplificativo, il caso dei fondi pensione e/o delle Casse di previdenza. Essendo i loro impegni nei confronti dei propri iscritti di natura prettamente previdenziale e di lungo periodo, questa tipologia di investimenti deve essere adeguata alla struttura patrimoniale dell'ente, adattandosi in modo sostenibile alla dinamica temporale delle passività.

*Gli investimenti in infrastrutture forniscono flussi di cassa stabili e rendimenti solitamente parametrati all'inflazione*

Le particolari caratteristiche economiche che contraddistinguono gli asset infrastrutturali ne determinano molto spesso una domanda inelastica e stabile<sup>34</sup>; in virtù di ciò, tali investimenti possono essere considerati alla stregua di strumenti obbligazionari che prevedono la distribuzione periodica di una cedola. Ovviamente, tale circostanza è garantita solamente se la controparte versa in condizioni di stabilità, finanziaria ed operativa, e se gli aspetti legali e/o il quadro normativo di riferimento non cambiano. Inoltre, così come precedentemente osservato in relazione all'*asset class* “*real estate*”, spesso gli investimenti realizzati nei progetti infrastrutturali prevedono che una componente dei ricavi sia collegata all'inflazione: tale espediente consente di stabilizzare il livello dei rendimenti reali<sup>35</sup>.

*Gli investimenti in infrastrutture forniscono rendimenti non correlati al contesto macroeconomico di riferimento*

A causa della domanda stabile dei servizi infrastrutturali, i ricavi ad essi associati mostrano una dinamica debolmente correlata all'andamento dell'economia. Pertanto, in virtù di tale peculiarità, ci si aspetta che gli investimenti in infrastrutture fungano da “*asset rifugio*” soprattutto in periodi caratterizzati da forti tensioni macroeconomiche<sup>36</sup>.

I principali rischi associati agli investimenti realizzati nel settore delle infrastrutture possono essere distinti in tre categorie principali: rischi regolamentari e politici, rischi operativi e rischi finanziari.

Il rischio regolamentare è il rischio che mutamenti dell'impianto normativo, non prevedibili *ex-ante*, generino un incremento degli oneri connessi all'investimento o per il conseguente adeguamento o, nello scenario peggiore, per l'impossibilità di procedere alla realizzazione del progetto. Poiché le opere infrastrutturali sono essenziali per garantire l'efficace svolgimento delle attività sociali e per lo sviluppo economico, la maggior parte dei governi preferisce gestirne autonomamente il controllo

e procedere alla loro regolamentazione. Per tale motivo l'esposizione degli investimenti in progetti infrastrutturali al rischio geo-politico e al rischio normativo potrebbe variare in modo significativo, oltre che da settore a settore, anche da Paese a Paese, impattando in modo significativo sulla capacità di ritorno del capitale investito. Per limitare l'impatto di tali esternalità negative, oltre a strutturare un'adeguata diversificazione geo-settoriale, si rende necessario, *ex-ante*, compiere un'adeguata analisi del quadro regolamentare che disciplina la realizzazione di tali progetti.

I rischi operativi associati ai progetti infrastrutturali possono essere classificati in tre macro-categorie:

- rischi di costruzione (e rischi tecnologici);
- rischi di manutenzione;
- rischi di performance.

La prima categoria di rischio – che può trarre origine dall'errata valutazione dei costi di realizzazione, da una gestione sub-ottimale degli stessi, dal mancato rispetto degli standard di progetto, da inadempimenti contrattuali di subappaltatori o fornitori – può compromettere la capacità di rendimento del progetto infrastrutturale, a causa di sovraccarichi di costo non previsti *ex-ante*. Questi rischi possono rilevarsi particolarmente elevati soprattutto per la realizzazione di opere complesse (es. ponti, impianti energetici o di telecomunicazione) o di opere per la cui realizzazione è richiesto l'impiego di strumenti e tecnologie non ampiamente testate<sup>37</sup>.

La seconda categoria di rischio, che trae origine in un momento successivo alla realizzazione del progetto, ovvero nella fase di piena operatività, può comprendere le seguenti sottocategorie di rischio:

- rischio di manutenzione straordinaria, non prevedibile *ex-ante*, derivante da errori commessi durante la fase di progettazione o in quella di realizzazione;
- rischio di obsolescenza tecnica, collegato alla perdita di efficienza economica del bene/progetto infrastrutturale in virtù del progresso tecnologico, incidente principalmente sui costi di gestione e di manutenzione, con conseguente riduzione del flusso di ricavi.

La terza categoria di rischio, ovvero il rischio che il progetto realizzato o i servizi erogati non siano conformi agli standard tecnici e funzionali prestabiliti, può comportare la mancata realizzazione degli obiettivi di volume (o di prezzo) oppure un aumento significativo dei costi operativi. Tra le varie classi di rischio, essa rientra in quelle per le quali è più difficile effettuare una stima attendibile *ex-ante*.

L'ultima categoria di rischio in grado di determinare un rilevante impatto negativo sulla capacità di ritorno degli investimenti realizzati nel settore delle infrastrutture è il rischio finanziario. Esso può concretizzarsi, a seguito di fenomeni di *capital rationing* o *credit crunch*, tanto nel mancato reperimento delle risorse finanziarie nei tempi e/o nei modi prestabiliti quanto in un aumento dei tassi di interesse. Tali eventualità determinano in genere un aumento dei costi legati alla realizzazione del-

l'opera/progetto; nello scenario peggiore (*worst case scenario*) però esse potrebbero addirittura comprometterne la realizzazione/completamento. A seconda del grado di leva finanziaria e della struttura del debito, gli investimenti nei progetti infrastrutturali possono essere esposti alla volatilità dei tassi di interesse o al rischio di rifinanziamento. Se non è stata definita e implementata una strategia di *hedging* idonea, gli oneri per interessi possono aumentare, riducendo i livelli di flusso di cassa operativi. I prestatori possono richiedere un maggior costo del debito in caso di ritardi di costruzione per un progetto, mentre le attività detenute in Paesi esteri possono esporre gli investitori ai rischi di tasso di cambio<sup>38</sup>.

### 3.2.2. Tipologia gestore

Volendo effettuare una classificazione in base al modello di *business* adottato, i *player* di mercato che si occupano di investimenti possono essere suddivisi in tre categorie principali:

- *asset manager* “globali”;
- *asset manager* “specializzati” (per settore o area geografica);
- *asset manager* “retail”.

L'attività svolta dagli *asset manager* c.d. “globali” consiste nell'investire per conto della clientela, sia istituzionale che *retail*, disponibilità economiche e monetarie in una vasta gamma di *asset class*. Essendo dotate di strutture organizzative integrate, *network* infrastrutturali interni all'avanguardia, competenze e *skill* fortemente specializzate, tali entità hanno sviluppato nel corso degli anni attitudini e capacità considerevoli nella generazione di “*alpha*” positivi (in altri termini riescono ad offrire rendimenti superiori ad un determinato *benchmark*).

La tipologia di infrastruttura societaria e organizzativa che caratterizza gli *asset manager* “globali” li differenzia in modo significativo dagli *asset manager* tradizionali, in quanto, in genere, solamente i primi hanno *capabilities*, strutturali e tecniche, adeguate per realizzare *deal* privati e per far crescere di valore gli investimenti effettuati (es. *private equity*). Inizialmente, alcuni dei maggiori *player* internazionali che hanno adottato un simile modello di *business* hanno sviluppato le proprie attività in modo verticale, ampliando successivamente il loro raggio d'azione attraverso l'estensione della gamma di *asset class* oggetto di investimento e delle proprie linee di *business*. Considerando i costi associati al mantenimento di una tale struttura organizzativa, in grado di allocare investimenti in diverse *asset class* e aree geografiche, le barriere all'entrata per affermarsi come “*global asset manager*” sono piuttosto stringenti.

A differenza degli *asset manager* c.d. “globali”, l'obiettivo primario degli *asset manager* “specializzati” consiste nel generare “*alpha*” positivi attraverso l'implementazione di strategie d'investimento aventi ad oggetto specifiche aree geografiche (settori economici) o *asset class*. La principale fonte di capitale a disposizione degli *asset manager*

“specializzati” proviene dagli investitori istituzionali; generalmente i gestori che adottano un tale modello di business non investono in modo significativo nella creazione di una struttura societaria idonea a consentire la quotazione in un mercato regolamentato o ad offrire opportunità di investimento agli investitori *retail*.

L'attività svolta dagli *asset manager* “*retail*”, da un punto di vista strutturale, è analoga a quella svolta dagli *asset manager* c.d. “globali”: essa consiste nell'investire per conto della clientela, sia istituzionale che *retail*, disponibilità economiche e monetarie in una gamma più o meno ampia di prodotti finanziari appartenenti a differenti *asset class* e/o settori geografici sfruttando i vantaggi delle economie di scala. Ciò che contraddistingue gli *asset manager* “*retail*” rispetto agli *asset manager* “*global*” è il canale dell'offerta: mentre i primi forniscono un comodo accesso agli investimenti nell'economia reale a gruppi di investitori al dettaglio, i secondi si rivolgono principalmente agli investitori istituzionali, focalizzando la loro attenzione, in termini di vantaggio competitivo, principalmente sui *deal* sottostanti e sulle strutture operative d'investimento. Per affrontare la concorrenza degli altri *player* di mercato, gli *asset manager* “*retail*” di successo devono essere in grado di adeguare, in modo flessibile, i prodotti offerti in base ai cambiamenti normativi imposti dai *regulator*; in tale contesto, la scelta del modello e della strategia d'investimento sottostante, soprattutto in relazione ai temi della liquidità e della trasparenza, assume un'importanza di primo ordine. Inoltre, per poter competere su scala mondiale, gli *asset manager* “*retail*” devono essere in grado di consolidare e pubblicizzare il proprio *brand* attraverso adeguate politiche commerciali e di *marketing*<sup>39</sup>.

Il World Economic Forum prevede che in futuro l'industria dell'*alternative asset management* sia segmentata sulla base di 5 diversi modelli di *business*<sup>40</sup>: a) *global alternative asset managers*; b) *specialists* (regionali o settoriali); c) *retail alternative investment managers*; d) *start-up*; e) *fondi di fondi* (cfr. Figura 19).

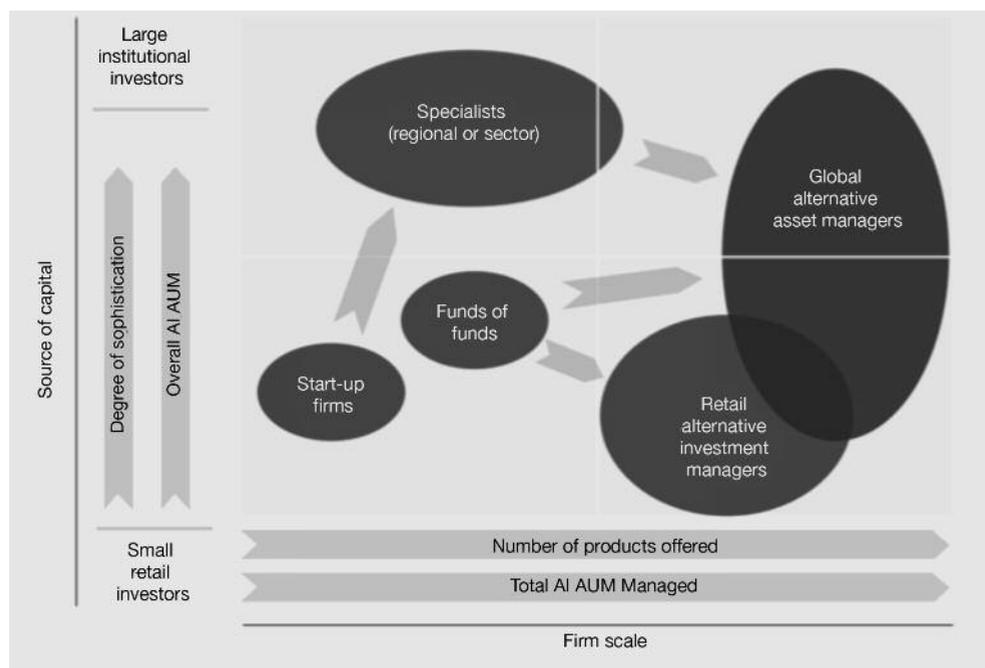
### 3.2.3. Analisi qualitativa e quantitativa del gestore

Nel processo di scelta dell'*asset manager* al quale affidare la gestione dell'investimento riveste un ruolo cruciale l'analisi qualitativa; attraverso essa infatti si riesce ad indagare, in via preliminare, se il gestore possiede la struttura organizzativa e le *skills* adeguate per assolvere in modo efficiente ai propri compiti.

Solitamente i principali parametri “qualitativi” sulla base dei quali gli investitori effettuano la scelta del gestore sono i seguenti<sup>41</sup>:

- filosofia d'investimento;
- processi;
- struttura organizzativa;
- *risk management*;
- esperienza del *team* che si occupa degli investimenti;
- abilità del gestore;
- tasso di *turnover* dei membri del *team*.

Figura 19 - Alternative asset management: modelli di business



Fonte: World Economic Forum.

Un modo efficiente per individuare, tra una molteplicità di gestori che offrono servizi simili, quello ritenuto il più “affidabile” consiste nel definire e implementare un modello di *scoring*: una volta selezionati una serie di parametri qualitativi, rappresentativi dell’affidabilità del gestore, si attribuisce ad ognuno di essi una scala di punteggi che riflette il grado di importanza nel processo decisionale<sup>42</sup>. Effettuando opportune ponderazioni, tali modelli riescono a generare un valore numerico che può essere utilizzato come criterio di scelta.

Negli ultimi anni, sono sempre di più le società di gestione del risparmio che, per adempimenti regolamentari o per soddisfare le esigenze di trasparenza nei confronti degli investitori, redigono e pubblicano, con cadenza regolare, *report* descrittivi inerenti le pratiche di investimento e i risultati conseguiti. Il bisogno di disporre di indicatori di performance quantitativa e gestionale sempre più chiari ed esaustivi è una necessità che riguarda non solo il pubblico degli investitori, ma anche le società di gestione del risparmio; tramite tali indicatori, infatti, queste ultime favoriscono il monitoraggio e la gestione dell’attività d’investimento, il processo di trasparenza nei confronti degli *stakeholder* e la definizione delle strategie di *marketing*<sup>43</sup>.

Per monitorare il profilo rischio-rendimento dei portafogli gestiti, gli investitori – oltre a poter contare su un impianto regolamentare armonizzato che impone alla maggior parte degli emittenti di strumenti finanziari di divulgare al pubblico *report*

informativi altamente standardizzati e dettagliati – dispongono di molteplici indicatori di *performance*.

Da un punto di vista metodologico, il processo per mezzo del quale si valutano in modo “quantitativo” le prestazioni del gestore, può articolarsi in quattro *step* distinti e integrati<sup>44</sup>:

- valutazione dei rendimenti;
- valutazione dei rischi;
- valutazione dell'efficienza e delle abilità del gestore;
- *performance attribution*.

Il primo *step* del processo di valutazione della performance riguarda l'analisi dei rendimenti. Attraverso tale fase l'investitore può dare una risposta alle seguenti domande:

- Com'è cambiato il valore del portafoglio nel corso del tempo?
- Quale quota del rendimento realizzato è attribuibile all'attività svolta dell'*asset manager*?
- Qual è l'impatto delle tasse e delle commissioni sul rendimento?
- Tali rendimenti come si collocano rispetto all'eventuale *benchmark* seguito?
- Quanto valore il gestore ha creato rispetto all'eventuale *benchmark* seguito?

Una volta determinati i rendimenti, è necessario valutare e quantificare il rischio assunto dall'*asset manager* per conseguirli. Attraverso tale fase l'investitore può dare una risposta alle seguenti domande:

- Qual è stato il rischio assunto per generare quel dato rendimento?
- Qual è la probabilità di non conseguire il rendimento atteso prefissato?

Ultimate le prime due fasi, si è soliti effettuare un'analisi congiunta tra rendimento e rischio: l'obiettivo è quello di verificare se il portafoglio è gestito in modo efficiente da parte dell'*asset manager*. Attraverso tale *step* l'investitore può dare una risposta alle seguenti domande:

- In che modo il portafoglio gestito ha performato rispetto ad altri portafogli con profili di rischio simili?
- Qual è la *performance* dell'investimento in termini di rendimento corretto per il rischio?
- Si sono verificati scostamenti rispetto ai valori di rischio e rendimento desiderati?
- Sulla base dei rendimenti storici è possibile dimostrare l'abilità dell'*asset manager* nel generare valore?

Per comprendere da quale categoria di assets o da quale fattore di rischio dipenda il risultato ottenuto da un portafoglio d'investimento oppure in che modo le scelte del gestore abbiano concorso a determinare un risultato diverso da quello del *ben-*

*chmark* si ricorre ad una particolare tipologia di analisi: la “*performance attribution*”. Operativamente essa consiste nella scomposizione della *performance* relativa in varie componenti, ognuna attribuibile a un diverso fattore esplicativo. Attraverso essa l'investitore è in grado di rispondere alle seguenti domande:

- Tra gli strumenti o le *asset class*, quale può rappresentare il *driver* principale della performance dell'investimento?
- Qual è l'impatto della strategia di *asset allocation* sulla *performance* complessiva di portafoglio?
- Quali sono le conseguenze degli scostamenti nella politica dei pesi?

### 3.3. Favorire l'avvicinamento tra domanda e offerta di IER

Il quadro normativo che si è delineato negli ultimi anni non sembra aver valorizzato l'autonomia gestionale delle Casse, rafforzando invece la vigilanza previdenziale e l'area degli investimenti senza necessariamente aver potenziato le competenze dei vigilanti in questo secondo ambito. Le ragioni di questo atteggiamento da parte delle autorità sono certamente improntate alla massima cautela e tutela del risparmio. Occorre tuttavia chiedersi se le soluzioni siano anche realmente coerenti con gli obiettivi e – in tale prospettiva – se riflettono correttamente la robusta analisi accademica e i riscontri empirici disponibili. Perché esigere un utilizzo oculato del risparmio non deve limitare irragionevolmente il perseguimento della massima efficienza nell'investimento.

Il richiamo va soprattutto all'ampia analisi OCSE in materia di “*policies*”, già illustrata in precedenza, che riscontra la maggiore efficacia – sia per la tutela del risparmio che per il suo efficace utilizzo – di regole orientate a determinare più elevati standard di *governance* ed articolati sistemi di *risk management*, piuttosto che stringenti e universali vincoli di portafoglio o soluzioni legate all'assorbimento di capitale (gli esempi “virtuosi” di Canada ed Australia sono al riguardo significativi).

Un approccio che fino ad oggi è stato utilizzato solo in parte in Italia con Casse di previdenza e fondi pensione<sup>45</sup> ma che costituisce l'orientamento fondamentale della IORP II, approvata il 24 novembre 2016 in modo definitivo dal Parlamento europeo e pubblicata a dicembre 2016 nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea<sup>46</sup>.

La normativa europea, in linea con la *best practice* internazionale in materia di regolamentazione finanziaria, persegue l'obiettivo evidente di esigere maggiori livelli di efficienza riconducibili alla capacità di posizionarsi su una frontiera rischio-rendimento superiore (minor rischio a parità di rendimento obiettivo) attraverso l'estensione delle *asset class* incluse in portafoglio.

A tal fine, è richiesta innanzitutto la rigorosa determinazione dei requisiti professionali richiesti al personale degli organi di amministrazione e ai soggetti incaricati dell'esercizio delle funzioni chiave, nonché la chiara definizione delle attribuzioni e delle responsabilità dei suddetti soggetti e della relativa politica di remunerazione.

Inoltre, relativamente alla gestione dei rischi, sarà necessario predisporre un robusto sistema di *risk management* sofisticato in termini quantitativi, che consenta di gestire in maniera adeguata i rischi di portafoglio così da assicurare la loro capacità di onorare gli obblighi assunti nei confronti degli aderenti al fondo e dei beneficiari delle prestazioni pensionistiche.

Mentre l'impostazione fino ad ora prevalsa nel nostro Paese è basata su fin troppo dettagliati e precisi limiti agli investimenti – specificando le tipologie di attività finanziarie in cui il fondo può investire, fissando percentuali massime di investimento per ogni *asset class*, e verificando i risultati tramite *benchmark* – la nuova impostazione proveniente dall'UE si basa su maggiore attenzione alle capacità gestionali e ai processi di investimento.

L'approccio “qualitativo” agli investimenti richiederà la crescita delle competenze tecnico-professionali all'interno degli investitori, avendo però come “premio” e vantaggio comparativo la possibilità di meglio adattare la singola attività di investimento alle specificità finanziarie ed attuariali di ciascuna realtà.

Questo è il principale vantaggio di una disciplina basata su linee guida di “indirizzo” rispetto ad una più tradizionale impostazione fondata su vincoli di portafoglio. A patto – naturalmente – che la regolamentazione sappia stimolare adeguatamente gli investitori a darsi idonee procedure e sofisticati processi interni di *risk management*. Corredati da un puntuale *risk monitoring*, caratterizzato da professionalità, attenzione ai processi, e conoscenza e gestione dei rischi specifici.

In questa prospettiva è possibile allora ipotizzare – analogamente a quanto avviene del resto in concreto già oggi e da molti anni in diversi Paesi OCSE – una regolamentazione più “qualitativa” (che come abbiamo evidenziato NON significa “meno quantitativa” nei processi interni), basata su linee guida e integrata da espressioni di autonomia coerenti con i principi applicabili a soggetti della natura delle Casse di previdenza. Non mancano del resto gli esempi in tal senso, come quello delle Fondazioni Bancarie che nonostante la loro funzione solidaristica e di pubblico interesse si caratterizzano per una solida autoregolamentazione di settore (che per le Casse in una prima fase potrebbe essere “concertata” informalmente con le Autorità di Vigilanza) coerente e compatibile con l'espressione delle singole autonomie gestionali.

Il beneficio di questa struttura, che appare del resto decisamente più coerente con la profonda natura giuridica delle Casse di previdenza, è evidentemente la possibilità per gli appartenenti al settore – a fronte di una solida crescita organizzativa – di poter operare secondo principi comuni ma anche in coerenza con le specificità di ciascuna situazione. Senza che il soggetto pubblico debba per questo sacrificare il proprio doveroso ruolo di vigilanza e indirizzo, coerente con l'interesse pubblico dell'attività in questione.

Ma la maggiore autonomia gestionale, ovviamente, comporta la maggiore responsabilizzazione dei singoli consigli di amministrazione, che può portare a conseguenze sia di *governance* (es. l'integrazione con Consiglieri Indipendenti; la costituzione di comitati di *governance* e funzioni di audit e vigilanza, ove non previste, ecc.) sia di organizzazione (costituzione di una specifica e sufficientemente articolata funzione di finanza interna, di maggiore articolazione delle altre funzioni di pre-

sidio del rischio e di integrazione delle professionalità disponibili). Tutte soluzioni che per i soggetti di minore dimensione potrebbero avere conseguenze non sottoaccettabili in termini di “spinta” alla crescita o, in subordine, all’integrazione.

La gestione degli attivi delle Casse si dovrà continuare a basare, come sempre, sul principio della “*persona prudente*” che non è una formula giuridica priva di contenuto e perciò impone di perseguire l’ottimizzazione del rapporto redditività-rischio attraverso lo sviluppo di adeguati processi di gestione dei rischi inerenti gli investimenti. Il passaggio ad una politica di investimento più “matura” implica la definizione degli orizzonti di rischio-rendimento adeguati agli obiettivi di ciascuna Cassa previdenziale e alle caratteristiche dei suoi aderenti, con l’identificazione del limite massimo di rischio tollerabile (*budget* di rischio, perdita massima potenziale rientranti nel più ampio *Risk Appetite Framework*) relativamente all’intero portafoglio e conseguentemente ai singoli investimenti.

Il miglioramento delle capacità delle Casse di intervenire efficacemente negli investimenti alternativi passa per questa strada che appare la più adatta a favorire l’avvicinamento tra la domanda di IER da parte delle Casse e l’offerta degli stessi. Sulla base delle indicazioni contenute nella direttiva IORP II e mutuando le *best practices* in ambito assicurativo nel recepimento delle prescrizioni Solvency II, ovvero richiamando i riferimenti normativi più specifici e vicini al tema che si sta trattando, sono di seguito illustrati gli orientamenti prevalenti in tema di *governance* e gestione dei rischi, che consentirebbero di attribuire alle Casse maggiore flessibilità ed autonomia in tema di investimenti, mettendole allo stesso tempo in condizione di disporre degli strumenti e delle capacità necessarie ad un salto di qualità gestionale.

### 3.3.1. Sistema di *governance*

In materia di *governance* appare coerente con le prescrizioni della direttiva IORP II (assumendo in questa sede di trarre ispirazione da tale normativa sebbene relativa ai fondi pensione) quanto segue:

- l’obbligo di istituire le *key functions: risk management, internal audit* e, laddove necessario, funzione attuariale;
- adeguati requisiti professionali del personale degli organi di amministrazione e dei soggetti incaricati dell’esercizio delle funzioni chiave;
- la chiara definizione delle attribuzioni e delle responsabilità dei suddetti soggetti e della relativa politica di remunerazione.

Di seguito si indicano le principali linee guida ed orientamenti utili a definire un’impostazione metodologica uniforme per tutte le Casse, ancorché declinata in modo differente in ciascuna di esse, che assicuri una corretta gestione e garantisca che le autorità di vigilanza dispongano di informazioni adeguate.

### 3.3.1.1. Requisiti generali di *governance*

Le Casse dovrebbero essere chiamate a:

- predisporre un efficace sistema di *governance* che prevede una gestione sana e prudente;
- predisporre un efficace sistema di gestione dei rischi che comprenda le strategie, i processi e le procedure di segnalazione necessarie a individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare, su base continuativa, i rischi ai quali le Casse potrebbero essere esposte e le relative interdipendenze;
- fornire informazioni qualitative che consentano alle autorità nazionali competenti di valutare la qualità del sistema di *governance*.

Un adeguato sistema di *governance* proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità della Cassa, comprende una struttura organizzativa trasparente, con una chiara ripartizione e un'appropriata separazione delle responsabilità ed un sistema efficace per garantire la trasmissione e il controllo delle informazioni.

Le strutture organizzative e operative devono essere tali da sostenere gli obiettivi da perseguire. Inoltre, dovrebbe essere assicurato che, al fine di adottare misure appropriate, l'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza della Cassa possieda adeguate conoscenze della struttura organizzativa<sup>47</sup> nel suo complesso.

In conformità all'art. 24 della direttiva IORP II, le Casse dovrebbero costituire le seguenti funzioni fondamentali (ovvero quelle poste a presidio dell'intero processo di investimento): funzione di gestione dei rischi; funzione di verifica della conformità; funzione di *audit* interno e funzione attuariale (dove necessario) – consentendo ai titolari delle “funzioni fondamentali” di svolgere efficacemente le proprie mansioni in modo obiettivo, equo e indipendente. Al riguardo si può fare riferimento alle indicazioni fornite da EBA per il sistema bancario, da EIOPA per quello assicurativo o in linea generale da OECD<sup>48</sup> (OCSE).

Inoltre potrebbe essere consentito di autorizzare una singola persona o unità organizzativa a svolgere più di una funzione fondamentale, ad eccezione della funzione di *audit* interno, che è indipendente dalle altre funzioni fondamentali.

Sarebbe richiesto ai titolari di una funzione fondamentale di comunicare le risultanze e le raccomandazioni rilevanti nel proprio ambito di responsabilità direttamente all'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza della Cassa, al fine di permettergli di stabilire le azioni da intraprendere.

Mutuando gli orientamenti predisposti da EIOPA in ambito assicurativo, ci si attende che anche per le Casse le autorità di vigilanza competenti forniscono delle linee guida che assicurino la documentazione adeguata delle decisioni adottate al livello di organo amministrativo, direttivo o di vigilanza, nonché le modalità con le quali si è tenuto conto delle informazioni fornite dal sistema di gestione dei rischi. In tale prospettiva i solidi criteri di “ricostruibilità dei processi decisionali” e di “collegialità delle valutazioni principali”, ormai consolidati in ambito di gestione del ri-

sparmio, dovrebbero diventare patrimonio anche del settore delle Casse di previdenza, laddove naturalmente non lo fossero già oggi.

In quest'ottica, appare necessario mutuare dal settore del risparmio gestito una serie di regole e prassi a cominciare dall'adozione di procedure scritte e verificate e all'applicazione di politiche scritte in relazione alla gestione del rischio, all'audit interno e, laddove rilevante, alle attività attuariali ed esternalizzate.

Tali politiche opportunamente formalizzate dovrebbero essere emanate dall'organo direttivo della Cassa e riesaminate periodicamente (ogni tre anni per esempio). Ciascuna politica dovrebbe fissare con chiarezza almeno:

- gli obiettivi;
- i compiti da svolgere e la persona o il ruolo responsabili di tali compiti;
- i processi e le procedure di segnalazione da applicare;
- l'obbligo delle unità organizzative rilevanti di comunicare alle funzioni di gestione dei rischi, di *audit* interno, di verifica della conformità e attuariale qualsiasi fatto rilevante per l'adempimento dei rispettivi doveri.

Coerentemente all'art 31 della IORP II, la Cassa potrebbe affidare a terzi esterni qualsiasi attività, comprese le funzioni fondamentali. In caso di esternalizzazione di funzioni fondamentali o qualsiasi altra attività la Cassa non potrebbe tuttavia esimersi dalla piena responsabilità del rispetto degli obblighi regolamentari. Per questo sarebbe difficile esimersi dal garantire il corretto funzionamento delle attività esternalizzate, tramite una adeguata procedura di selezione di un fornitore di servizi e il monitoraggio costante delle attività di tale fornitore di servizi.

Per accentuare la qualità del presidio interno anche nei casi di esternalizzazione e l'efficacia dell'intero funzionamento, si potrebbe richiedere la designazione di una persona interna alla quale affidare la responsabilità complessiva della funzione fondamentale esternalizzata, avente i necessari requisiti di professionalità e onorabilità e possieda, riguardo alla funzione fondamentale esternalizzata, conoscenze ed esperienze tali da consentirle di valutare criticamente la prestazione e i risultati del fornitore di servizi.

### 3.3.1.2. Requisiti di professionalità e onorabilità

Nell'architettura della IORP II, analogamente ad altre normative, come quelle che disciplinano per esempio il settore del risparmio gestito, riveste una fondamentale importanza la qualificazione professionale di chi ha ruoli dirigenziali e ricopre le principali funzioni fondamentali, compresi i membri dell'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza. Sono dunque richiesti requisiti di professionalità e onorabilità, tali da assicurare un'appropriata diversificazione di qualifiche, conoscenze ed esperienze. In particolare occorre garantire che i membri dell'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza possiedano collettivamente adeguate qualifiche, esperienze e conoscenze quanto meno in materia di:

- previdenza e welfare;
- controllo interno e organizzazione;
- sistema di *governance*;
- analisi finanziaria e attuariale;
- contesto normativo e relativi requisiti.

Nella valutazione dell'idoneità di un soggetto, viene raccomandata la verifica dei requisiti reputazionali oltre che professionali, e persino la solidità finanziaria di ciascun professionista. Sulla base delle *best practices* vigenti in ambito assicurativo o delle disposizioni prevalenti nel settore della gestione del risparmio (assimilabile in quanto in entrambi i casi si tratta di gestione di risorse altrui, sebbene per finalità diverse), si potrebbe prevedere l'obbligo per la Cassa di predisporre una politica in materia di definizione e verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità.

### 3.3.1.3. Funzione gestione dei rischi, funzione audit interno e funzione attuariale

Tra le principali raccomandazioni espresse dalla IORP II in materia di organizzazione, da segnalare è quella che esige la costituzione di una funzione efficace di gestione dei rischi, proporzionata alle dimensioni e all'organizzazione interna nonché alla dimensione, natura, portata e complessità delle attività.

Una funzione, dunque, che consenta di identificare, misurare, monitorare, gestire e segnalare gli eventuali rischi ai quali l'investitore è o potrebbe essere esposto nel breve e lungo periodo, tali da incidere sulla sua capacità di far fronte agli obblighi assunti nei confronti degli aderenti alla Cassa e dei beneficiari delle prestazioni pensionistiche.

L'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza della Cassa dovrebbe avere la responsabilità ultima di garantire l'efficacia del sistema di gestione dei rischi, di fissare i limiti della propensione al rischio e della tolleranza del rischio globale dell'impresa nonché di approvare le strategie e le politiche principali per la gestione dei rischi. Tale sistema di gestione dei rischi dovrebbe comprendere almeno:

- le decisioni e le politiche strategiche relative alla gestione dei rischi;
- la definizione dei limiti della propensione al rischio e della tolleranza del rischio globale;
- l'individuazione, la misurazione, la gestione, il monitoraggio e la segnalazione dei rischi.

La politica di gestione dei rischi dovrebbe quanto meno:

- definire le categorie di rischio e i metodi per misurare i rischi;
- stabilire come la Cassa gestisce ciascuna categoria, area di rischio;
- specificare i limiti della tolleranza del rischio all'interno di tutte le categorie di

- rischio rilevanti, in linea con la propensione al rischio globale della Cassa;
- descrivere la frequenza e il contenuto di regolari verifiche in condizioni di stress e le situazioni che giustificano verifiche ad hoc in condizioni di stress.

Secondo quanto indicato da IORP II, il presidio dovrebbe essere garantito almeno sui seguenti settori:

- costituzione di riserve;
- gestione delle attività e delle passività;
- investimenti, in particolare derivati, cartolarizzazioni e impegni simili;
- gestione dei rischi di liquidità e di concentrazione;
- gestione dei rischi operativi;
- assicurazione e altre tecniche di attenuazione del rischio;
- rischi ambientali, sociali, e di *governance* connessi al portafoglio di investimenti e la relativa gestione.

Inoltre, come previsto anche dall' art. 25 della IORP II, se gli aderenti e i beneficiari assumono rischi, il sistema di gestione dei rischi dovrebbe tenere conto di tali rischi dalla prospettiva degli aderenti e dei beneficiari. Questo per le Casse significherebbe porre attenzione ai rischi che ricadono sugli aderenti, e che potrebbero, non essendo oggetto di quantificazione e monitoraggio, comportare una riduzione delle somme percepite al momento del collocamento a riposo, minando l'adeguatezza delle prestazioni.

Coerentemente alle richieste avanzate ai fondi pensione, anche per le Casse si dovrebbe prevedere, e almeno ogni tre anni, la predisposizione di un documento scritto sui principi della politica d'investimento (già numerose Casse attualmente predispongono tale fondamentale documento), richiedendo un riesame in modo tempestivo dopo qualsiasi mutamento rilevante della politica d'investimento. Tale documento dovrebbe illustrare almeno materie quali i metodi di misurazione del rischio di investimento, le tecniche di gestione del rischio utilizzate e la ripartizione strategica delle attività in relazione alla natura e alla durata delle prestazioni pensionistiche dovute, nonché il modo in cui la politica d'investimento tiene conto dei fattori ambientali, sociali e di *governance*. Il documento dovrebbe essere reso pubblicamente disponibile.

Analogamente a quanto previsto per la funzione di gestione dei rischi, i principi fissati da IORP II prevedono la costituzione di una efficace funzione di audit interno, proporzionato alle dimensioni e all'organizzazione interna di ciascun soggetto nonché alla dimensione, alla natura, alla portata e alla complessità dell'attività svolta. La funzione di audit interno deve includere, per essere efficace, una valutazione dell'adeguatezza e dell'efficacia del sistema di controllo interno e di altri elementi del sistema di *governance*, comprese, ove applicabile, le attività esternalizzate.

Inoltre, la copertura dei rischi biometrici, la garanzia di un rendimento degli investimenti (ove presente) o di un determinato livello di prestazioni (ove presente), dovrebbe comportare per tutte le Casse la predisposizione di una funzione attuariale

efficace e la nomina di almeno una persona indipendente, interna o esterna alla Cassa, responsabile della funzione stessa. In generale, anche per le Casse, così come previsto da IORP II, sarebbe ragionevole richiedere l'elaborazione e approvazione almeno delle seguenti politiche:

- Documento sui principi della politica di investimento.
- Politica di gestione dei rischi.
- Politica di gestione delle attività e delle passività (ALM).
- Politica di gestione del rischio di investimento.
- Politica di gestione del rischio di liquidità.

### 3.3.2. Processo di *risk management*

L'obiettivo di un'efficace regolamentazione in tema di *risk management* potrebbe essere quello di fornire alle Casse di previdenza, le linee guida per assicurare la presenza di adeguati presidi e processi di verifica dell'attività d'investimento, per fare in modo che sia sempre coerente con il profilo di rischio e con la struttura temporale delle passività, al fine ultimo di garantire costantemente il rispetto dell'equilibrio finanziario-attuariale nonché la conoscenza dei rischi, dei ritorni e delle caratteristiche degli investimenti.

L'implementazione di un modello di *risk management* risponde all'esigenza degli organi di governo e vigilanza di definire le linee di indirizzo nella gestione dei rischi e dei controlli interni, coerentemente al contesto regolamentare e di autodisciplina di riferimento.

La *risk governance* presuppone l'articolazione di complessi processi analitici e la conoscenza:

- della natura delle diverse tipologie di rischi;
- della probabilità di manifestazione dei rischi e del corrispondente impatto;
- delle strategie di gestione dei rischi.

Il modello di *risk management* adottato deve assicurare che il management abbia attivato un adeguato processo di definizione degli obiettivi e che gli obiettivi scelti supportino e siano coerenti con la *mission* della Cassa e siano in linea con i livelli di *risk appetite* e di *risk tolerance* definiti.

Nell'ambito del processo di *risk assessment* di una Cassa assume particolare rilievo la categoria dei rischi finanziari che si verificano, in senso ampio, quando i flussi di cassa e gli eventi associati alla gestione finanziaria non sono gestiti efficacemente. Gran parte di questi rischi sono collegati, nel caso delle Casse, alla gestione degli investimenti del patrimonio disponibile.

In tale ambito, gli organi di controllo di una Cassa dovrebbero creare la giusta "cultura" di utilizzo di modelli di quantificazione, mitigazione e monitoraggio di tali rischi attraverso:

- specifiche *policy* approvate dal consiglio direttivo che definiscono i limiti di rischio accettabili;
- la costituzione di un comitato per la gestione dei rischi con il compito di supervisionare i livelli di rischio e di approvare le eventuali strategie di copertura in caso di superamento;
- un sistema per il monitoraggio delle esposizioni al rischio attraverso un'unità organizzativa, *risk control*, separata e indipendente rispetto alla struttura che gestisce operativamente i rischi.

Nell'ambito del processo di *risk management*, tra le molteplici attività che una Cassa dovrebbe essere nelle condizioni di implementare, non bisogna dimenticare le seguenti:

- Analisi delle caratteristiche specifiche degli iscritti e studio del profilo di rischio degli iscritti e dei potenziali aderenti al fondo;
- Definizione orizzonti di rischio-rendimento adeguati agli obiettivi della Cassa e alle caratteristiche demografiche del collettivo;
- Predisposizione di un *Asset Liability Management* e definizione di *Asset Allocation* Strategica e Tattica;
- Sviluppo di strategie *Liability-Driven Investing*;
- Indicazione limite massimo di rischio tollerabile (*budget* di rischio) per singolo *asset class* e dell'intero portafoglio;
- Valutazione del contributo di ciascuna *asset class* al rendimento complessivo con evidenza del contributo in prodotti alternativi;
- Composizione ottimale di un portafoglio sulla base di un assegnato *risk target* (*Asset-Liability Risk Budget*).

### 3.3.2.1. Analisi del profilo di rischio degli iscritti e dei potenziali aderenti alle Casse

Allo scopo di valutare la scelta degli investimenti più adatti alle specifiche esigenze previdenziali di una Cassa di previdenza, può essere innanzitutto utile eseguire un'indagine statistica volta a valutare la tolleranza al rischio degli iscritti.

Si può ritenere questo esercizio come un costoso, complesso e poco indicativo processo “dal basso”, tutto sommato rivolto ad una popolazione che non ha una preparazione adeguata ad analizzare la complessità di una gestione previdenziale. E tuttavia, al di là dei profili democratici e di esercizio consapevole degli spazi di autonomia concessi, proprio un'analisi di questo tipo può confermare dal basso il profilo medio di preferenza “rischio – rendimento” legittimando ancora di più le logiche di gestione adottate.

La tolleranza al rischio finanziario rappresenta il livello d'incertezza che un individuo è disposto a sopportare nell'ambito di una decisione finanziaria e si rivela dunque un valido strumento per compiere scelte d'investimento consapevoli.

Per misurare il grado di tolleranza al rischio di un determinato collettivo, è necessaria la predisposizione di un apposito questionario mediante il quale, a secon-

da delle risposte acquisite, risulta possibile tracciare il profilo di rischio/rendimento “effettivo” del rispondente medio, andando ben al di là di quello che lo stesso soggetto può comprendere delle proprie “reali” preferenze.

Il livello di tolleranza al rischio di ciascun individuo dipende da molteplici fattori di natura socio-economica quali il sesso, l’età, la personalità e la cultura finanziaria.

Al fine di verificare se, e in quale misura, tali fattori incidono sulle scelte d’investimento degli intervistati, il questionario dovrebbe essere strutturato raggruppando le domande in tre macro-aree tematiche:

- informazioni di natura socio-anagrafica;
- informazioni sulle condizioni economico-finanziarie dei rispondenti, nonché sulle loro conoscenze in materia di investimenti;
- informazioni sulla propensione al rischio del soggetto intervistato.

A diversi livelli di rischio, corrispondono diverse categorie di investimento pertanto i dati raccolti ed elaborati mediante analisi statistiche possono essere utilizzati anche al fine di ottenere informazioni utili a delineare la rischiosità “target” degli investimenti (optando per strategie d’investimento aderenti ai diversi profili di rischio risultanti dalle elaborazioni).

Da tali analisi statistiche è possibile creare un indice di tolleranza al rischio finanziario (*Total Score*) per ciascun rispondente, dato dalla somma dei punteggi ottenuti sulle singole domande, secondo la metodologia proposta da Grable e Lytton<sup>49</sup>. Pertanto, a valori più alti dell’indice corrispondono individui a maggior tolleranza al rischio finanziario, e viceversa.

Al fine di ricavare un indice relativo di tolleranza al rischio, di più agevole lettura ed interpretazione, solitamente si sceglie di trasformare l’indice TS nella seguente maniera, ottenendo così, per ogni soggetto  $i$  che ha partecipato all’indagine, un indice in percentuale (indicato con FRT, *Financial Risk Tolerance*):

in cui:

$$FRT_i = \frac{TS_i - TS_{\min}}{TS_{\max} - TS_{\min}}$$

$TS_i$  è l’indice (inteso come punteggio complessivo) fatto registrare sulle domande dall’individuo  $i$ ;

$TS_{\max}$  è il punteggio massimo realizzabile complessivamente sulle domande;

$TS_{\min}$  è il punteggio minimo realizzabile complessivamente sulle domande.

Allo scopo di determinare se e in quale misura le caratteristiche socio-economiche dei rispondenti il questionario influiscano sul relativo livello di tolleranza al rischio, generalmente vengono utilizzate delle analisi statiche di tipo multivariato<sup>50</sup>. Tale tipologia di analisi è applicata per comprendere gli effetti delle variabili esplicative, rappresentate dai fattori che descrivono le condizioni socio-economiche in cui versano gli intervistati (ad es. sesso, età, reddito percepito, composizione del nucleo fa-

miliare), sulla variabile risposta rappresentata dall'indice FRT. La significatività statistica della relazione ipotizzata tra la variabile FRT e l'insieme delle variabili socio-economiche può essere testata confrontando i valori di alcuni indicatori statistici scelti, rispetto ad un valore critico fissato a priori. In particolare, tramite tale procedura è possibile determinare quanta parte della variabilità totale dell'FRT è spiegata dalle variabili indipendenti e quanta parte di variabilità è, invece, attribuibile ad altri fattori non riconducibili ai primi.

Al fine di approfondire la relazione tra l'indice FRT e le variabili socio-economiche, si può procedere mediante un'analisi alternativa basata su tecniche di tipo ANOVA (ANalysis Of VAriance). In generale, tale tipo di analisi consente di verificare la significatività delle differenze tra le medie aritmetiche di più gruppi e, nel caso specifico, permette di verificare, per ciascuna variabile socio-economica considerata, se al variare del gruppo di appartenenza (ad esempio “maschi” vs “femmine”) si determinano variazioni statisticamente significative nel livello medio di tolleranza al rischio del rispondente.

Dopo aver esaminato gli effetti delle variabili socio-demografiche sulla tolleranza al rischio finanziario risultante dai questionari compilati, è sicuramente utile osservare anche la distribuzione della variabile FRT all'interno del collettivo analizzato in modo da comprendere come la popolazione analizzata si distribuisce in base a diverse classi di tolleranza definite a priori.

### 3.3.2.2. Definizione orizzonti di rischio-rendimento adeguati agli obiettivi della singola Cassa

Lo studio delle statistiche degli aderenti ad una Cassa di previdenza permette di indagare sulle loro caratteristiche, quali età, vecchiaia, anzianità, durata attesa al pensionamento, sesso, cultura in ambito finanziario, tutti elementi che possono contribuire a fornire informazioni sull'opportuna strategia di *asset allocation* del portafoglio che rifletta appieno le caratteristiche degli investitori e che ottimizzi i risultati.

Per esempio, alcune teorie suggeriscono una riduzione della propensione all'esposizione in azioni all'avvicinarsi dell'epoca di collocamento a riposo, e molti studi internazionali supportano una simile tesi (ad es. Campbell e Viceira, 2002 [26]). D'altro canto, invece, altrettanto autorevoli studi dimostrano che spesso l'atteggiamento degli investitori è caratterizzato da una consistente inerzia (si veda ad es. Biliass, Georganos e Haliassos, 2009 [43]).

Di qui la sfida per ogni investitore previdenziale – soprattutto se non può fare affidamento alla fiscalità generale come compensativo della gestione finanziaria ed attuariale – di modellare le decisioni di investimento all'evoluzione delle preferenze degli aderenti nelle diverse fasi del ciclo vitale, utilizzando così strategie, per esempio di tipo *lifecycle*, che rappresentano senza dubbio un importante valore per gli aderenti in quanto riducono il profilo di rischio della posizione maturata con il procedere degli anni. Più in generale, gli enti previdenziali “tagliando” la propria *asset*

*allocation* sulle caratteristiche demografiche e socio-economiche della popolazione media, potrebbero rafforzare il rapporto fiduciario con i propri aderenti, incentivando (dove prevista) la contribuzione volontaria.

In generale, è possibile distinguere due tipologie di *asset allocation*: l'*asset allocation strategica* e l'*asset allocation dinamica*.

Per *asset allocation strategica* si intende una ripartizione degli investimenti prefissata ed il più possibile costante nel tempo. Qualora tale ripartizione venga modificata da cause esterne (movimenti dei mercati che determinano variazione delle percentuali di ripartizione) o cause interne alla popolazione degli aderenti (prelievi e versamenti), si esegue un riallineamento degli investimenti, riportando le percentuali ai valori originali. A meno che non vi siano variazioni nei fondamentali assunti a base della determinazione dell'*asset allocation* strategica, nel qual caso si varierebbero i pesi e le misure delle diverse *asset class* che la compongono.

Lo spirito che muove chi adotta questo tipo di *asset allocation* è il seguente: i mercati sono "efficienti" e scontano tutte le variabili macro e microeconomiche appena esse palesano cambiamenti, quindi i migliori risultati possono essere raggiunti solo e semplicemente investendo nei mercati e non provando a migliorare i loro rendimenti entrando ed uscendo dai singoli mercati e settori (processo che viene definito di *market timing*).

Per definizione, dunque, chi si affida ad un'*asset allocation strategica*, una volta realizzatala, tenderà a modificare la composizione del suo portafoglio il meno possibile. In generale, vi saranno interventi di ribilanciamento solo quando le fisiologiche variazioni delle *asset class* o eventi rilevanti (prelievi e versamenti) avranno modificato la ripartizione degli investimenti in modo tale che essa non rispecchi più la volontà iniziale dell'investitore. Questo stile di investimento, detto anche "a *benchmark*" o passivo, ha il vantaggio di poter essere eseguito con costi piuttosto bassi, sia in fase di definizione dell'*asset allocation* sia durante l'esecuzione della stessa.

È infatti possibile scegliere tra gli strumenti che presentano costi di accesso meno cari (portafogli diversificati di titoli o Etf), utilizzando gli strumenti più sofisticati e senz'altro più costosi (come i fondi comuni di investimento) solo per le *asset class* meno facilmente raggiungibili (si pensi all'azionario e obbligazionario di Giappone, Asia o mercati emergenti). Inoltre è possibile effettuare una selezione tra i fondi in modo tale da accedere ai migliori prodotti in termini di rapporto tra performance realizzate nel tempo e costi complessivi per l'utente.

Infine, risulta evidente che la manutenzione del portafoglio è estremamente poco onerosa in termini di tempo e di denaro. Il difetto principale di questa impostazione sta invece nella intrinseca incapacità di reagire alle variazioni del mercato: evidentemente, grossi segni negativi nei mercati (azionari ma anche obbligazionari e valutari) si rifletteranno sul portafoglio per la frazione interessata dal relativo investimento. È quindi necessario essere dotati di una certa tolleranza rispetto alle variazioni dei mercati, a meno di non volere assumere posizioni estremamente poco rischiose (e di conseguenza altrettanto poco remunerative) in sede di definizione dell'*asset allocation*.

La ripartizione degli investimenti nelle diverse *asset class*, al fine di realizzare la gestione a *benchmark*, viene eseguita al termine di un processo di analisi composto di due fasi:

1. processo di analisi dell'investitore, affinché l'insieme degli investimenti rispecchi le esigenze e gli obiettivi dell'investitore, nonché la sua maggiore o minore inclinazione al rischio;
2. processo di analisi dei mercati in cui si investe, con definizione del rapporto di rischio e rendimento di ogni mercato, finalizzata alla verifica di quale sia il mix ottimale di *asset class* da introdurre, sfruttando in tal modo i vantaggi della diversificazione.

Il punto numero 2 è effettivamente svolto con diverse tecniche, non ultima quella di ripartire il portafoglio rispecchiando i pesi percentuali dei singoli mercati relativamente ai mercati nel loro complesso (es. dal momento che l'Italia ha un peso nelle borse mondiali tra l'1% ed il 2% si investirà circa il 2% del capitale destinato alla parte azionaria sulla borsa italiana). Tale assunzione può senz'altro essere considerata discutibile, ma induce ad investire di più in mercati più ampi e quindi, in generale, più efficienti.

Per *asset allocation dinamica* si intende invece un processo di adeguamento e manutenzione continuata del portafoglio.

In questo caso lo spirito che muove l'investitore ed il gestore è il seguente: si ritiene di poter fare meglio del mercato in termini di rapporto rischio/rendimento, quindi si operano dei cambiamenti al portafoglio di investimento nel tempo e ci si discosta anche di molto dal cosiddetto *benchmark* di base (supposto essere un portafoglio efficiente di investimenti).

Partendo dalla base comune della definizione del profilo dell'investitore (con le sue esigenze e la sua propensione al rischio) si crea una *asset allocation* iniziale, con adeguata distribuzione degli investimenti nelle principali *asset class*. Su questo archetipo vengono poi effettuate nel tempo delle variazioni (cosiddette sotto/sovraesposizione) in funzione delle aspettative nei confronti dell'evoluzione dei mercati.

Diversi metodi sono attuabili per realizzare questa fase:

1. Metodi basati su modelli econometrici: si producono delle stime componendo degli scenari di riferimento per le diverse variabili macroeconomiche (ma anche per gli andamenti delle singole aziende). In generale, ai diversi scenari vengono associate delle probabilità di realizzazione e di seguito vengono eseguiti gli acquisti su determinati mercati e titoli.
2. Tecniche basate su metodi quantitativi: algoritmi più o meno sofisticati leggono gli andamenti storici dei mercati e ad essi reagiscono componendo uno scenario attivo su cui ci si basa per realizzare gli investimenti.

Rispetto all'*asset allocation* strategica, la dinamica presenta il vantaggio di sapere reagire all'andamento dei mercati, modificatosi per i più svariati motivi, e, fondandosi

su criteri conservativi, tende a spostare gli investimenti laddove vi sia il miglior rapporto tra rendimento e rischio (rapporto che è, in ultima analisi, il generatore dell'equilibrio del mercato dei capitali). Il principale svantaggio dell'*asset allocation* dinamica risiede esattamente nel suo miglior pregio: necessita di cura manutentiva costante, che deve essere proporzionata alle possibilità dell'investitore, richiedendo competenze e tempo per l'analisi dei mercati. È certamente più oneroso e impegnativo.

Inoltre la gestione di movimenti all'interno del portafoglio, affinché risulti efficiente, deve essere rapida e il meno onerosa possibile. Questo costringe spesso a rivolgersi a prodotti affini (come i fondi comuni di investimento) che hanno a loro volta costi ineliminabili di una certa incidenza.

Ora, dopo aver delineato quelle che sono le impostazioni tradizionali dell'*asset allocation* strategica e dinamica, ne superiamo le caratteristiche tipiche, riallacciandoci al discorso iniziale sull'influenza delle variabili "personali" dell'investitore sulle sue decisioni.

Esponiamo quindi un metodo di analisi che consenta di modellare le scelte di investimento di un individuo, le cui preferenze in termini di rapporto rendimento/rischio si modifichino al variare dell'età e di altre caratteristiche individuali.

Consideriamo un investitore caratterizzato da una semplice funzione di utilità basata sull'approccio "media - varianza":

$$U(\alpha_{it}, \rho_{it}) = \alpha_{it}Er^s + (1 - \alpha_{it})r^b - \frac{1}{2\rho_{it}}\text{Var}[\alpha_{it}r^s + (1 - \alpha_{it})r^b]$$

per il quale si ipotizza che abbia a disposizione un *asset* rischioso (con rendimento atteso  $Er^s$  e varianza  $\sigma^2$ ) ed uno non rischioso (con rendimento pari a  $r^b$ ), e che egli abbia la possibilità di scegliere tra 3 linee di investimento (indicate semplicemente con 0, 1 e 2), che si differenziano per la quota  $\alpha$  di *asset* rischiosi presenti in portafoglio.

Senza perdita di generalità, possiamo assumere che  $\alpha$  sia crescente:

$$0 = \alpha_0 < \alpha_1 < \alpha_2$$

Il parametro  $\rho$  misura invece la propensione verso l'investimento rischioso ed è quindi legato al grado di avversione al rischio. Ipotizziamo che  $\rho$  vari sistematicamente in funzione di un set di variabili individuali  $X_{it}$  (associate a dei coefficienti  $\beta$  da stimare) e di uno shift indipendente  $\varepsilon_{it}$ :

$$\rho_{it} = \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

In questo modello, quindi, quanto più  $\rho$  assume valori elevati, tanto più l'investitore è disposto ad accettare un rischio in cambio di un maggiore rendimento atteso. In questo semplice set-up, possiamo sintetizzare come segue il comportamento della variabile  $\alpha_{it}$ , ponendo:

$$\alpha_{it} = \alpha_0 \quad \text{se} \quad \rho_{it} < \frac{1}{2} \frac{\sigma^2}{E(r^s) - r^b} (\alpha_0 + \alpha_1)$$

$$\alpha_{it} = \alpha_1 \quad \text{se} \quad \frac{1}{2} \frac{\sigma^2}{E(r^s) - r^b} (\alpha_0 + \alpha_1) < \rho_{it} < \frac{1}{2} \frac{\sigma^2}{E(r^s) - r^b} (\alpha_1 + \alpha_2)$$

$$\alpha_{it} = \alpha_2 \quad \text{se} \quad \rho_{it} > \frac{1}{2} \frac{\sigma^2}{E(r^s) - r^b} (\alpha_1 + \alpha_2)$$

Introducendo l'ipotesi di distribuzione secondo una normale standard per  $\varepsilon_{it}$ , si può ricavare la distribuzione condizionata di  $\alpha_{it}$  dato  $X_{it}$ :

$$P(\alpha_{it} = \alpha_0 | X_{it}) = P(\beta X_{it} + \varepsilon_{it} < \frac{1}{2} \frac{\sigma^2}{E(r^s) - r^b} (\alpha_0 + \alpha_1))$$

$$= \Phi\left(\frac{1}{2} \frac{\sigma^2}{E(r^s) - r^b} (\alpha_0 + \alpha_1) - \beta X_{it}\right)$$

$$P(\alpha_{it} = \alpha_1 | X_{it}) = \Phi\left(\frac{1}{2} \frac{\sigma^2}{E(r^s) - r^b} (\alpha_1 + \alpha_2) - \beta X_{it}\right) - \Phi\left(\frac{1}{2} \frac{\sigma^2}{E(r^s) - r^b} (\alpha_0 + \alpha_1) - \beta X_{it}\right)$$

$$P(\alpha_{it} = \alpha_2 | X_{it}) = 1 - \Phi\left(\frac{1}{2} \frac{\sigma^2}{E(r^s) - r^b} (\alpha_1 + \alpha_2) - \beta X_{it}\right)$$

in cui  $\Phi$  è la funzione di ripartizione della distribuzione normale standard. Quanto detto finora rappresenta un modello *probit* ordinato, in cui  $\rho$  gioca il ruolo di variabile latente ed  $\alpha_{it}$  è la variabile di scelta osservabile.

Un modello di questo tipo può essere stimato su un collettivo degli aderenti ad una Cassa, ricorrendo al metodo della massima verosimiglianza<sup>51</sup>, arrivando ad ottenere le probabilità teoriche di scelta tra diverse *asset class*, al variare delle caratteristiche individuali inserite nel set  $X_{it}$ .

### 3.3.2.3. *Asset Liability Management* e strategie *Liability-Driven Investing*

Gli enti di previdenza in generale devono definire strategie di investimento che consentano l'accrescimento di lungo periodo dei capitali investiti, in modo che questi possano generare prestazioni future economicamente adeguate. Questa è la principale differenza tra uno schema privato di primo pilastro e uno che invece si può, anche solo in parte, basare sulla fiscalità generale. Con la non secondaria differenza che mentre nel primo caso la riduzione del rischio di investimento *non* può essere la variabile obiettivo primaria (o di per sé sufficiente), nel secondo caso gli investimenti sono funzione di obiettivi finanziari meno “tesi” alla determinazione delle prestazioni e, pertanto, possono affidarsi a funzioni obiettivo rischio-rendimento anche “meno efficienti”.

Ciò si traduce, nel caso specifico delle Casse di previdenza, nell'esigenza di determinazione di un'architettura di portafoglio che combini in maniera quanto più possibile ottimale l'orizzonte temporale di investimento (determinato sulla stima preliminare dei flussi medi di cassa distribuiti nel tempo), gli obiettivi di rendimento (necessari a determinare montanti adeguati a trattamenti previdenziali obiettivo o a trattamenti previdenziali "massimizzati") ed un grado consono di tolleranza al rischio (anche in considerazione di quanto visto in precedenza circa l'andamento delle preferenze degli investitori). A tal proposito è opportuno che il gestore dell'Ente costruisca il suo modello di pianificazione finanziaria tenendo conto delle cd. tecniche di *Asset-Liability Management* (ALM). L'ALM è l'insieme delle metodologie e dei processi a supporto delle scelte gestionali, tendenti a modellare l'attivo ed il passivo dell'impresa in relazione al rendimento atteso e al rischio ritenuto ottimale. Si basa sulle informazioni disponibili e sugli scenari futuri ipotizzati.

I rischi presi in considerazione non sono solo quelli finanziari (anche se sono i più importanti), ma è necessario considerare anche i rischi di altra natura, come ad esempio quelli operativi o i vincoli dimensionali, e la possibilità di ridefinire continuamente le caratteristiche ed il mix attivo/passivo in un contesto dinamico.

Non è necessario considerare l'ALM solo come una tecnica che serve per immunizzare l'operatore dalle variazioni di mercato, ma è utile piuttosto sfruttare il modello quale strumento di decisione e controllo per le politiche di gestione volte a conseguire *performances* adeguate in relazione agli impegni assunti e ai rischi sopportati.

Affrontare un problema di *Asset-Liability Management*, significa implementare un modello di gestione delle risorse finanziarie, che persegua gli obiettivi nel rispetto di alcune importanti procedure:

1. Massimizzazione delle *performances*;
2. Definizione di una misura per il controllo del rischio (*deviazione standard, shortfall probability, VaR, expected shortfall, ecc.*) e minimizzazione dello stesso attraverso adeguate politiche di diversificazione;
3. Definizione di un modello di stima del valore dell'attivo e del passivo;
4. Stima dei flussi attesi prodotti dall'attivo e dal passivo;
5. Stima di un tasso di attualizzazione dei flussi coerente con il rischio;
6. Determinazione dell'orizzonte temporale di riferimento (sia sull'attivo che sul passivo) e calcolo della *duration*.

Per quanto riguarda gli enti di previdenza, l'analisi di *Asset-Liability Management* è uno strumento nato ed utilizzato tipicamente per la gestione dei patrimoni di fondi pensione a prestazione definita, istituzioni che effettuano investimenti per far fronte alle passività, rappresentate dall'attualizzazione delle prestazioni future, garantite indipendentemente dal tasso di contribuzione e dal rendimento degli investimenti.

In seguito, l'*Asset-Liability Management* è diventato uno strumento molto importante anche per la gestione efficiente del patrimonio di fondi pensione a contribuzione definita, come processo continuo di controllo e ribilanciamento della composizione del portafoglio monocomparto e della ripartizione degli iscritti negli sche-

mi multi-comparto, al variare dei fattori economici sottostanti e delle distribuzioni demografiche della popolazione.

Negli ultimi anni l'ALM è diventata un'attività necessaria anche per la gestione ottimale delle Casse di previdenza attraverso il continuo monitoraggio delle posizioni e la ridefinizione “nel continuo” delle strategie ottimali di gestione dell'attivo, coerentemente con gli impegni assunti verso il passivo, in linea con le mutate condizioni di mercato.

È quindi fondamentale la comprensione delle passività e dei fenomeni che impattano sull'andamento del loro valore. Diversi sono i fattori che impattano sull'importo dei futuri cash flow da stimare. Quelli che solitamente comportano incrementi delle somme dovute agli iscritti sono gli aumenti della longevità, i bonus discrezionali, gli aumenti salariali e l'inflazione. Il valore corrente di mercato dei pagamenti futuri è naturalmente sensibile a cambiamenti nei fattori di sconto, reagendo in maniera simile al valore dei bond, ossia crescendo al calare dei tassi di interesse e vice versa.

Quindi i *benefit* futuri includono un grado di incertezza come risultato di un numero di fattori, cui bisogna aggiungere l'incidenza dei pensionamenti anticipati. Questi fenomeni causano errori di stima, ma sono le variazioni dei tassi di interesse di mercato che danno luogo agli incrementi più significativi nella volatilità del costo di provvedere a tali benefit.

La natura di lungo periodo delle passività di un ente previdenziale ne amplifica la volatilità. Variazioni anche piccole nell'inflazione o nei tassi di interesse hanno un impatto significativo se applicate ad un orizzonte così a lungo termine, così come un bond a 30 anni è più sensibile a variazioni dei tassi di interesse rispetto ad un bond a 10 anni. Gli obiettivi di investimento sono da sempre un aspetto cruciale della politica di un ente di previdenza. Essi definiscono cosa ci si attende, in termini di performance, dagli asset acquisiti e quindi dal gestore finanziario, e negli anni recenti, a causa dell'inefficienza nel reagire alla crisi dei mercati, hanno contribuito all'erosione dei livelli di *funding* dei piani pensionistici.

Quando i consigli di amministrazione definiscono i loro obiettivi di investimento, intrinsecamente traslano le aspettative circa le passività nei target che si pongono per gli asset. I *benchmark* costruiti sulla base di *Peer Groups* sono stati per molto tempo i più comuni obiettivi di investimento. Con *Peer Group* si intende un insieme di istituzioni omogenee secondo un criterio comune (ad es. istituzioni operanti nella stessa regione, o aventi la stessa dimensione o settore di attività) che viene utilizzato come riferimento. In questo *setting* i consigli di amministrazione richiedono ai gestori finanziari di battere le performance del *peer group benchmark*.

Questi *benchmark* tradizionali, tuttavia, falliscono nel riflettere quelle che sono le passività specifiche del piano previdenziale. Nel perseguire il *benchmark*, infatti, il gestore non presta molta attenzione a come variano le passività nel tempo. Dalla metà degli anni '90 vengono costruiti *benchmark* specifici di comparto, i CdA stabiliscono l'*asset allocation* strategica con riferimento alle passività, sempre più spesso supportati da studi di ALM. Inoltre le risorse finanziarie vengono affidate a gestori specializzati in diverse e specifiche *asset class*. Tuttavia anche questo approccio ha i suoi inconvenienti. Il riferimento alle passività non è ancora esplicito, gli obiet-

tivi di investimento sono descritti in termini di indici di mercato, e la scelta di questi ultimi è ancora soggetta alle preferenze del gestore finanziario.

La vera alternativa a questo approccio è di recente sviluppo ed è rappresentata dagli obiettivi del sistema chiamato *Liability driven Investment*. L'*asset allocation* costruita con il *dynamic liability-driven investment* (LDI), comporta l'individuazione di tre macro classi: il portafoglio performance-seeking (PSP) che ha lo scopo di massimizzare il rendimento del patrimonio investito, il portafoglio liability-hedging (LHP) che ha la funzione di copertura della passività, e il conto cash.

Il portafoglio liability-hedging, rappresenta il portafoglio risk-free per l'investitore. La composizione e i pesi del LHP rispetto al PSP sono determinati sulla base dell'avversione al rischio e dei bisogni di rendimento dell'Ente. In particolare, la quota investita nel PSP è correlata positivamente con la propensione al rischio, quindi all'aumentare della propensione al rischio aumenta la quota investita nel PSP.

Questo tipo di gestione ha il vantaggio di gestire separatamente l'investimento focalizzato al raggiungimento di un certo rendimento target dall'investimento che permette di coprire le obbligazioni assunte nei confronti degli aderenti. Le due componenti sono dinamicamente aggiornate per tenere conto delle condizioni di mercato, del budget di rischio fissato dall'Ente e del *funding ratio* richiesto dai regolatori. Può essere considerato come un modo efficace per ridurre i conflitti di interesse tra gli aderenti dell'Ente di previdenza e l'Amministrazione dello stesso<sup>52</sup>.

In tale contesto metodologico, gli investimenti alternativi possono fornire ottime opportunità, da un lato in termini di riduzione del rischio in quanto all'interno del LHP forniscono la copertura dei rischi a cui ci si espone investendo negli *asset* tradizionali, e dall'altro in termini di maggior rendimento all'interno del PSP.

Il desiderio prevalente, in termini di performance, dei Consigli di Amministrazione che definiscono gli obiettivi di investimento, è quello di superare di un certo livello ogni anno i rendimenti garantiti o prospettati agli aderenti. Il crescente livello di informazione circa l'evoluzione delle passività e lo sviluppo di strumenti finanziari, che consentono di traslare molto velocemente le variazioni dei valori attesi delle passività sul portafoglio attivi, hanno portato i CdA a poter definire gli obiettivi d'investimento esplicitamente in relazione alle passività.

In generale, le strategie *liability driven* partono dall'idea di ridurre il rischio di inflazione e il rischio di tasso, replicando gli effetti che essi hanno sulle passività. Un *liability driven investment* evoluto ha, tuttavia, l'obiettivo di ridurre la volatilità del *funding ratio* migliorandone il valore atteso nel tempo. Ad esempio, un obiettivo di tipo *liability driven investment* potrebbe avere la seguente espressione: *replicare l'andamento delle passività più un sovrarendimento dell'x% annuo rispetto ad un parametro prefissato*. Il legame tra asset e liabilities è trasparente ed esplicito. L'obiettivo *liability driven* si concentra prima sulle passività e poi sul livello del desiderato sovrarendimento.

Una strategia *liability driven investment* è riassumibile in quattro step:

*Step 1: Liability matching portfolio*

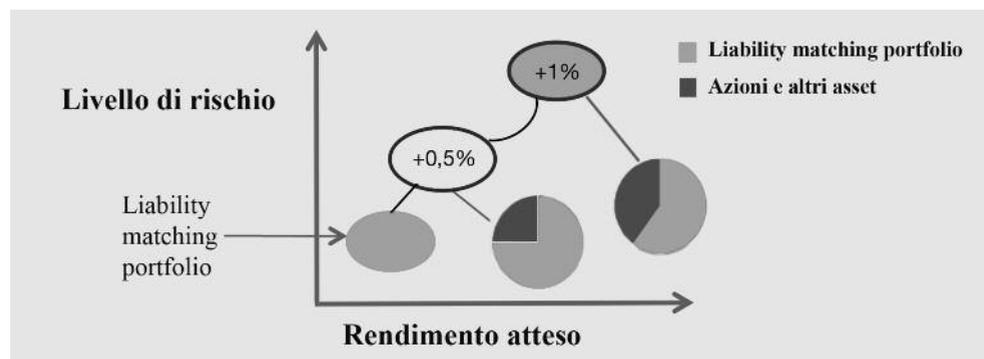
La base per ogni strategia liability driven è la previsione dei cash flow.

Tale operazione deve fornire anche una stima della porzione di questi cash flow che è sensibile all'inflazione. Questa previsione facilita l'identificazione del c.d. *liability matching portfolio*, ossia della combinazione di asset che presenta caratteristiche il più possibile simili a quelle delle passività per quanto riguarda la sensibilità ai tassi d'interesse, all'inflazione e ad altre variabili. Utilizzando bond governativi indicizzati e non, ad esempio, un piano pensionistico può costruire un *matching portfolio* a basso rischio, con l'obiettivo di produrre il *cash flow* richiesto al tempo in cui esso si rende necessario. In altre parole, i *liability cash flow* sono approssimativamente uguali e sincronizzati con gli *asset cash flow*.

Il problema di questo semplice approccio è il limitato spettro di titoli governativi disponibili che ci potrebbe essere sul mercato. Ogni *match* effettuato utilizzando titoli convenzionali a reddito fisso e indicizzati sarà quindi inevitabilmente “spigoloso”, e non si estenderà abbastanza nel futuro per coprire tutte le passività. Il *matching* può essere raffinato includendo altre tipologie di asset, come i *supranational* e i *corporate bond*. Anche gli Swap possono rappresentare un utile strumento per modellare le esposizioni finanziarie, ricorrendo ad esempio, oltre che agli *interest rate swap*, agli *inflation swap* e ai *credit default swap*. In alcuni casi la copertura del rischio di tasso di interesse, piuttosto che attraverso una strategia di *cash-flow matching*, avviene utilizzando una strategia di *duration matching*, che permette di allineare la *duration* delle passività e delle attività a copertura in modo da ‘proteggersi’ da variazioni parallele dei tassi di interesse.

### Step 2: Risk budgeting

Il passo successivo per l'Ente è quello di effettuare il c.d. *Risk budgeting*. Ciò determina i limiti complessivi di rischio assumibile dal portafoglio, il target del sovrarendimento aggregato e quanta parte di questo debba derivare dalla tipologia di esposizione finanziaria stabilita ex-ante e quanta dalla gestione attiva del portafoglio. In questa fase, la definizione dell'*asset allocation* è simile a quella relativa all'impostazione tradizionale: la differenza principale risiede nel considerare il *liability matching portfolio* come una specifica *asset class*, destinataria quindi di una specifica allocation. La figura seguente mostra, a scopo puramente illustrativo, la composizione ed il livello di rischio per eventuali target dello 0,5% e dell'1%, come sovrarendimento atteso (in questo caso dalla sola esposizione finanziaria, escludendo la gestione attiva).

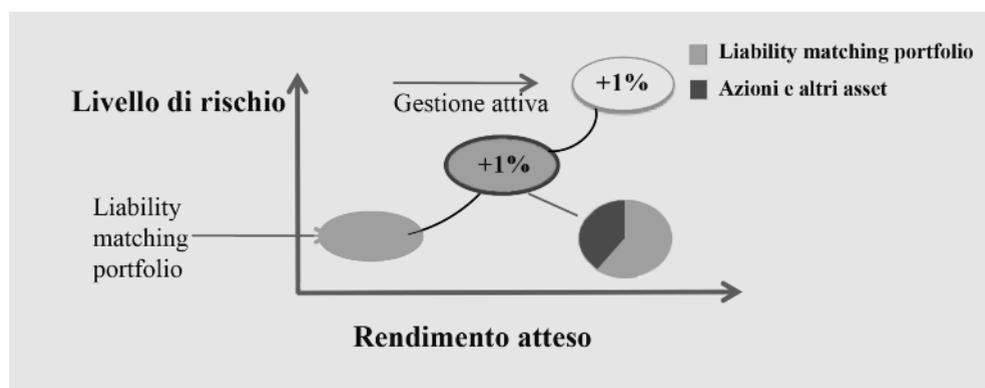


### Step 3: Gestione attiva

Una volta identificato il profilo di rischio, il raggiungimento degli obiettivi di lungo periodo avviene se si verifica almeno una tra le seguenti condizioni:

- i parametri di mercato (volatilità, rendimenti, correlazioni) restano costanti nel tempo;
- la gestione attiva dell'*asset allocation* è dinamica.

Quindi, dato che la prima condizione rappresenta un'ipotesi eccessivamente semplificatrice, è necessario sviluppare un sistema di manutenzione continua del portafoglio, che, come si è visto nella trattazione dell'*asset allocation* strategica e dinamica, può generare incrementi nel valore atteso del sovrarendimento, migliorando il rapporto rendimento/rischio.



### Step 4: Implementazione

Per una Cassa di previdenza già avviata, implementare una strategia *liability driven* implica probabilmente uno shift (di entità variabile a seconda delle caratteristiche dell'ente) nell'*asset allocation* esistente, nonché l'apertura verso nuovi veicoli d'investimento, tenuto conto dei vincoli dimensionali e temporali.

Al fine di poter sfruttare al meglio le potenzialità delle strategie *liability driven* è indispensabile l'utilizzo di una gamma molto ampia di asset, includendo anche quelli che abbiamo definito investimenti alternativi. L'inclusione di tali *asset class* richiede una profonda conoscenza delle caratteristiche distintive, delle opportunità che offrono, del contributo sia al rendimento che al rischio complessivo del portafoglio.

A questo punto è quindi utile e necessario rispondere ad alcune cruciali domande: gli investimenti alternativi proteggono un portafoglio o hanno la sola funzione di ampliare l'opportunità di investimento? In altre parole, in termini di diversificazione di Markowitz, l'introduzione di alternativi migliora il portafoglio efficiente per un dato livello di rischio, consentendo quindi di realizzare un maggiore rendimento atteso rispetto a investire solo nelle classi di *asset* tradizionali?

### 3.3.2.4. Valutazione del contributo di ciascuna *asset class* al rendimento e al rischio complessivo con evidenza del contributo in prodotti alternativi

Come argomentato nel Paragrafo 3.2 gli investimenti alternativi possono essere definiti come un insieme di attività finanziarie o strategie di investimento che orbitano al di fuori delle tradizionali categorie di attivo quali azioni, obbligazioni, liquidità e classici fondi di investimento.

La definizione degli investimenti alternativi può inoltre essere scomposta in virtù dello specifico obiettivo che si persegue: da una parte, i c.d. *alternative alpha* che, avendo una bassa correlazione con gli investimenti tradizionali, mirano a conseguire un più alto livello di *excess return* rispetto a quello atteso; dall'altra, gli *investment beta*, che cercano di migliorare il beta del portafoglio rispetto alle fluttuazioni del mercato di riferimento.

In diversi casi, le attività alternative sono un sottoinsieme di una classe di *asset* esistente. Ciò può essere in contrasto con la visione comune che le attività alternative siano classi di *asset* separati. Tuttavia, si può ritenere che ciò che molti considerano “classi” separate siano in realtà strategie di investimento diverse all'interno di una classe di *asset* esistente. Gli investimenti alternativi vengono generalmente trattati in mercati privati, al di fuori di qualsiasi scambio “regolamentato” e non hanno quindi il requisito della “liquidabilità” immediata, né è facile mapparne dal di fuori l'andamento. Sebbene per diversi c.d. prodotti alternativi il valore derivi dai tradizionali mercati azionari e di debito (ad esempio la maggior parte delle strategie degli *hedge fund* comporta l'acquisto e la vendita di titoli di capitale o titoli di debito), quelli più “caratterizzanti” questa particolare *asset class* sono completamente scorrelati dai circuiti dei mercati regolamentati e dalla volatilità che li caratterizza. E questo è vero per i prodotti che investono in tutte e tre le principali categorie di *asset* reali: infrastrutture, immobiliare e imprese (non quotate, tramite *private equity*, *private debt* o *venture capital*).

In questa prospettiva il contributo degli alternativi al raggiungimento di una frontiera rischio-rendimento più efficiente può essere rilevante proprio grazie ad alcune caratteristiche come la non-correlazione con gli strumenti finanziari tradizionali e la “stabilità” dei valori e dei rendimenti nel tempo.

Una considerazione che apre il tema dell'utilità, ampiezza ed efficacia della diversificazione di portafoglio come strategia di gestione e degli effetti derivanti dall'allargamento a strumenti alternativi. Sempre più spesso si sente parlare, anche per le Casse, di tecniche di *asset allocation* per la costruzione di portafogli diversificati. La diversificazione può essere realizzata differenziando la tipologia di strumenti finanziari, il settore di investimento, l'area geografica, riducendo la correlazione tra i titoli o differenziando il timing dell'investimento.

Un efficace attività di *asset-allocation*, presenta molteplici vantaggi: riduzione e controllo del rischio attraverso la diversificazione, maggiore efficienza dell'investimento e annullamento del fattore emozionale nelle scelte di investimento. Ciò, tuttavia, a determinate condizioni tra le quali, in particolare, quella della puntuale verifica di un'effettiva introduzione di *asset class* e prodotti tra loro scorrelati.

In tale prospettiva, l'inserimento di *asset* alternativi all'interno di un portafoglio risulta utile per incrementare la diversificazione e ridurre il rischio specifico d'investimento, in quanto la correlazione degli alternativi con le *asset class* più tradizionali risulta attenuata dando la possibilità di rendere più stabile nel tempo la performance complessiva del portafoglio.

A tal proposito si evidenzia che autorevoli studi rilevano che nel mondo, gli investitori istituzionali hanno negli ultimi anni la tendenza ad allontanarsi sempre più dagli investimenti tradizionali, azioni e obbligazioni, a favore degli investimenti alternativi, al fine di perseguire rendimenti più elevati e meno volatili. Esiste una vasta letteratura accademica che sostiene il tema dei vantaggi derivanti dalla diversificazione, attraverso gli investimenti alternativi; in particolare si veda, tra gli altri, Lamm [1999], Amin and Kat [2002], Singer et al. [2003], Campbell [2005], Gorton and Rouwenhorst [2005], Huang and Zhong [2006], e Cumming et al. [2011].

In un paper di Baldrige et al. [2010], si legge che i portafogli istituzionali del mondo investono circa il 20% in alternativi e addirittura alcuni fondi statunitensi arrivano fino all'80% di *asset* alternativi seguendo il cosiddetto “*U.S. endowment model*” (si veda [www.yale.edu/investments/](http://www.yale.edu/investments/)). Interessanti sono anche i risultati ottenuti da una ricerca di Bird et al. [2013] che riesce a confermare, basandosi sull'esperienza storica, e attraverso la costruzione di frontiere rendimento-rischio (sia come deviazione standard che come CVaR) che gli investimenti alternativi possono ridurre notevolmente il rischio totale di portafoglio. La stessa ricerca ha importanti implicazioni per gli investitori istituzionali: l'attuale focus sulla diversificazione per classi di attività dovrebbe essere rivista alla luce di una crescente attenzione alla diversificazione del premio per il rischio delle differenti *asset class* (gli autori mettono a confronto il portafoglio *risk premium* con il portafoglio *alternative asset*).

Nella costruzione di un portafoglio, operativamente, le Casse di previdenza, hanno la necessità di:

- definire un *asset allocation strategica* su un orizzonte temporale di medio-lungo periodo in funzione degli obiettivi di rischio-rendimento dell'investitore. L'obiettivo è determinare la combinazione ottimale di pesi da attribuire alle *asset-class* che costituiscono il portafoglio. Così facendo si determina il portafoglio ottimale nell'insieme dei portafogli efficienti (frontiera efficiente) che soddisfa gli obiettivi dell'investitore;
- definire un *asset allocation tattica* su un orizzonte temporale di breve periodo al fine di analizzare l'andamento del mercato e degli specifici strumenti finanziari ivi scambiati. Così facendo si riesce ad effettuare il ribilanciamento del portafoglio ridefinendo la struttura dei pesi da assegnare alle diverse componenti.

Al fine di definire una gestione efficiente del portafoglio, le due strategie interagiscono in quanto le politiche di investimento (strategiche), definite sul medio-lungo termine, vengono ristabilite sul breve periodo (*asset allocation* tattica) sulla base

di un confronto tra risultati conseguiti e obiettivi prefissati: così facendo si modificano periodicamente i pesi assegnati agli asset di portafoglio. In tale ambito, dunque, un'analisi delle aspettative sulle variabili macroeconomiche riveste un ruolo fondamentale.

### 3.3.3. Analisi empirica

#### 3.3.3.1. Beneficio in termini di rischio-rendimento degli investimenti alternativi

Per analizzare il reale beneficio, in termini di rischio-rendimento, che i c.d. investimenti alternativi sono potenzialmente in grado di offrire nell'ambito di una strategia di *asset allocation* si presentano di seguito alcune evidenze empiriche.

L'analisi che si propone è stata realizzata specificamente per questa ricerca, partendo dai dati storici di mercato relativi a strumenti c.d. tradizionali (azioni e obbligazioni) e a strumenti c.d. alternativi (infrastrutture, *private equity*, etc.) riferiti al periodo compreso tra il 15/05/2007 e il 15/05/2017. Tale finestra temporale è stata scelta per avere, da un lato, un'ideale significatività statistica, dall'altro, per includere periodi di forte *stress* e tensioni di mercato. Lo scopo è stato quello di studiare, applicando la *Modern Portfolio Theory* di H. Markovitz<sup>53</sup>, seppur nei limiti che un'analisi di questo tipo comporta, come un'oculata strategia di diversificazione avente ad oggetto strumenti tradizionali e non, possa condurre a ottimizzare il *trade-off* rischio-rendimento, processo che rappresenta il fulcro delle strategie implementative di costruzione e gestione dei portafogli finanziari.

Come è ben noto, le scelte di investimento sono compiute essenzialmente in funzione di tre fattori:

- *rischio*: la possibilità che il verificarsi di uno o più eventi possa determinare un impatto negativo sulla redditività dell'investimento;
- *rendimento atteso*: l'entità dell'utile generato dallo strumento d'investimento, dipendente dalle caratteristiche tecnico-finanziarie dello strumento stesso;
- *timing dei flussi finanziari generati dallo strumento finanziario*: il tempo ha un ruolo essenziale nella definizione di un contratto finanziario e ad esso è assegnato un valore finanziario.

Considerando l'importanza che riveste l'esame dell'andamento prospettico delle variabili esplicative di un modello, si è scelto, in questa prima fase di analisi, di individuare nel rendimento atteso la variabile di maggiore significatività nella costruzione di un portafoglio. A tal fine, si precisa che il rischio preso in considerazione è il rischio derivante dalla variabilità dei rendimenti realizzati rispetto al valor medio, ovvero rispetto al rendimento atteso dall'operazione di investimento.

In realtà è noto che i principali risk-driver da considerare in un'analisi completa, che potrebbe in futuro essere oggetto di sviluppo, sono rappresentati da:

- *Rischio di mercato*: determinato dalle fluttuazioni dei mercati che impattano sulle prospettive di guadagno e perdita dell'attività di intermediazione. Tra le diverse fonti del rischio di mercato, si ricordano:
  - Rischio di tasso di interesse: generato in quanto il valore di mercato delle posizioni assunte è sensibile a variazioni dei tassi di interesse;
  - Rischio azionario: generato quando il valore di mercato delle posizioni assunte è sensibile all'andamento dei mercati azionari (ad esempio titoli azionari);
  - *Rischio di cambio*: generato quando il valore di mercato delle posizioni assunte è sensibile a variazioni dei tassi di cambio (ad esempio titoli azionari o obbligazionari denominati in valuta estera);
  - Rischio merci: generato quando il valore di mercato delle posizioni assunte è sensibile alle variazioni dei prezzi delle *commodities* (oro, petrolio, argento...).
- *Rischio di credito*: legato all'insolvenza del debitore che potrebbe non assolvere ai suoi obblighi di rimborso del capitale e/o di pagamento degli interessi.
- *Rischio di liquidità*: legato alla scarsa liquidità dello strumento finanziario che determina elevati costi nello smobilizzo dello stesso.

L'utilizzo del criterio medio-varianza (o media-deviazione standard) ci ha permesso di focalizzarsi sul rischio di mercato. Nell'analisi le combinazioni di portafoglio possono essere rappresentate su un piano cartesiano (media-varianza o media-deviazione standard), ottenendo il cosiddetto *insieme delle opportunità*. Tutti i portafogli che a parità di rischio hanno il rendimento più elevato, oppure, a parità di rendimento hanno varianza più bassa sono selezionati per individuare la frontiera efficiente. Il portafoglio ottimale che si adatta all'investitore, sarà uno dei portafogli efficienti coerente con il proprio profilo di preferenza/utilità.

Uno degli aspetti maggiormente problematici nell'analisi empirica condotta ha riguardato la difficoltà nello stimare rendimenti attesi, deviazioni standard e correlazioni a causa dell'esiguità delle serie storiche dei dati disponibili per particolari sottoclassi degli *"alternative"* soprattutto per quanto concerne gli investimenti nelle *asset classes* *"Infrastrutture"* e *"Immobiliare"* il cui andamento è generalmente meglio rappresentato da dati e informazioni non disponibili sul mercato rispetto ad indici sintetici *"quotati"*.

Per ovviare a tale problematica, per ogni sottoclasse, è stato identificato un indice proxy, con elevato grado di sintesi e di rappresentatività, per modellizzare le variabili di input del modello (cfr. Tabella 2).

Come riportato nella Tabella 2 sono stati selezionati 2 indici rappresentativi di *asset* tradizionali e 6 indici per gli *asset alternative*.

L'esigenza di identificare un indice come variabile esplicativa per valutare la performance rischio-rendimento degli investimenti tradizionali non è immediata, e la difficoltà in questo caso non è dettata da esigenze di *"data lacking"*; per svolgere l'analisi in oggetto si potrebbe ad esempio scegliere, per ciascuna sottoclasse di ogni specifica *"asset class"*, uno strumento di riferimento esplicativo di ciascun mercato. Tut-

Tabella 2 – Asset tradizionali e alternativi: indici di performance		
TIPOLOGIA	ASSET CLASSES	NOME
Tradizionali	Global Bonds	Bloomberg Barclays Global Aggregate Index on Debt
	World Equities	MSCI World Index
Alternativi	Real estate	MSCI World Real Estate Index
	Buyout	Thomson Reuters Private Equity Buyout Index
	Venture capital	Thomson Reuters Venture Capital Index
	Infrastructure	Index of indices (cfr. Pag. 183)
	Hedge funds	Credit Suisse Hedge Fund Index
	Commodities	LMBA Gold Price

tavia, le Casse di previdenza, così come i fondi pensione, detengono una vasta gamma di titoli finanziari, con caratteristiche di liquidità, rating, *duration* molto differenziate. Al fine di generalizzare il più possibile le risultanze dell'analisi di cui al presente paragrafo, si è reso necessario selezionare indici più complessi e dettagliati, in grado di rappresentare la varietà di un ipotetico portafoglio d'investimento.

Riguardo alla macro categoria degli investimenti c.d. “Tradizionali” sono stati identificati per le *asset classes* “azionaria” e “obbligazionaria” due indici omogenei, diversificati e consistenti, rappresentativi della performance generale delle stesse, depurando quindi l'analisi in oggetto da componenti che riflettono ad esempio la performance di uno specifico ambito settoriale (per l'*asset class* “azioni”) o di una specifica classe di emittenti (per l'*asset class* “obbligazioni”). Per sintetizzare la performance del mercato azionario è stato selezionato l'indice “MSCI World Index”, ovvero un indice di mercato azionario che comprende titoli azionari a media ed elevata capitalizzazione, rappresentativi di 23 Paesi dei c.d. “sviluppati”.

Al contrario, per sintetizzare la performance del mercato obbligazionario è stato selezionato il “Bloomberg Barclays Global Aggregate Index on Debt”, ovvero un indice che traccia la performance di un insieme di obbligazioni c.d. “*investment grade*”. Esso include titoli governativi e corporate rappresentativi di emittenti con sede nei mercati c.d. “sviluppati” ed “emergenti”. La granularità degli indici selezionati, poiché comprende titoli diversificati per tipologia, per ambito geo-settoriale e merito creditizio dell'emittente, permette di sintetizzare l'andamento generale del mercato degli asset c.d. “tradizionali”.

Per sintetizzare la performance della macro categoria degli “*alternatives*”, invece, sono stati selezionati i seguenti indici:

- il “MSCI World *real estate* Index”, ovvero un indice comprendente un paniere di titoli azionari di imprese operanti nel settore immobiliare, rappresentativo di mercati azionari di 23 Paesi c.d. “sviluppati”;
- Thomson Reuters *private equity* Buyout Index, ovvero un indice che misura la performance dell’industria statunitense del *private equity*;
- Thomson Reuters *venture capital* Index, ovvero un indice che misura la performance dell’industria statunitense del *venture capital*;
- Credit Suisse *hedge fund* Index, ovvero un indice *benchmark* che misura la performance di un paniere di hedge-funds;
- LMBA Gold Price, ovvero un indice che definisce il prezzo dell’oro in termini di once troy, rappresentativo della performance dell’*asset class* “*commodities*”.

Riguardo alla categoria degli investimenti infrastrutturali, data la carenza di dati disponibili (e al fine di depurare i risultati dell’analisi di portafoglio dall’andamento della componente geo-settoriale), si è reso necessario creare “*ad hoc*” un indice *benchmark* “*equally weighted*” comprendente i seguenti indici quotati, facendo la distinzione tra indici c.d. “*global*” e indici c.d. “*europe*”:

- il “FTSE Developed Europe Core Infrastructure Capped Index”, ovvero un insieme di indici ponderati, differenziati in sei sotto-settori di infrastrutture definiti da FTSE, che riflettono la performance finanziaria delle infrastrutture nel contesto europeo;
- il “NMX Infrastructure Europe PI”, ovvero un indice comprensivo delle maggiori imprese quotate sui mercati azionari europei operanti nel settore infrastrutturale;
- il “Dow Jones Brookfield Europe Infrastructure Index”, ovvero un indice regionale di aziende ciascuna con una quota di *cash-flow* derivanti da investimenti infrastrutturali superiore al 70%;
- il “Solactive Global Infrastructure High Income Index”, ovvero un indice che replica il movimento dei prezzi dei titoli azionari di un insieme di società operanti nel settore infrastrutturale a livello globale che presentano una bassa volatilità;
- il “FTSE Global Core Infrastructure Index”, ovvero un indice che replica la performance dei prezzi di un paniere di più di 200 titoli azionari emessi da imprese quotate che operano nel settore infrastrutturale a livello globale;
- il “Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index”, ovvero un indice globale che riflette la performance di un paniere di imprese la cui quota di *cash-flow* derivante da progetti infrastrutturali risulta superiore al 70%.

Dopo aver selezionato gli indici rappresentativi delle principali *asset class*, per tutto il periodo di osservazione, sono state rilevate, per ciascun indice, le quotazioni dei prezzi con una frequenza di campionamento mensile.

Operativamente l’analisi si è svolta nel seguente modo:

1. per il periodo considerato, sulla base delle serie storiche degli indici selezionati, sono stati determinati i rendimenti mensili medi e le corrispondenti varianze<sup>54</sup>;

Tabella 3 – Asset tradizionali e alternativi: Indici di rendimento e SQM				
	ASSET CLASS	INDICE	R MENSILE	SQM MENSILE
Tradizionali	Bond	Bloomberg Barclays Global Aggregate Index on Debt	0,4654%	2,2099%
	Equity	MSCI World Index	0,1349%	4,0178%
Alternativi	Real Estate	MSCI World Real Estate Index	0,0129%	5,3862%
	Buyout	Thomson Reuters Private Equity Buyout Index	1,1788%	5,4183%
	Venture Capital	Thomson Reuters Venture Capital Index	1,4566%	6,1534%
	Infrastructure	Index of indices (cfr. Pag. 183)	0,3713%	3,2423%
	Hedge Fund	Credit Suisse Hedge Fund Index	0,4429%	2,8558%
	Commodity	LMBA Gold Price	0,7278%	5,3756%

- sulla base dei dati ottenuti al punto 1. si è proceduto con il costruire la matrice delle varianze-covarianze e la matrice delle correlazioni;
- a partire dai dati di cui ai punti 1. e 2., seguendo il tradizionale approccio di ottimizzazione di portafoglio proposto originariamente da Markowitz, sono state determinate le combinazioni ottimali di rischio-rendimento per il portafoglio c.d. tradizionale, per quello c.d. alternativo e per il portafoglio ottenuto combinando gli investimenti tradizionali con quelli alternativi.

Nella Tabella 3 sono rappresentate le statistiche elaborate per ciascuno degli otto indici in termini di rendimento e deviazione standard su base mensile.

Nella Tabella 4 viene rappresentata la matrice delle correlazioni.

In genere, come detto, l'inclusione di classi di attivi alternative migliora il rapporto fra rischio e rendimento, poiché la relazione 'lineare' con le *asset classes* classiche risulta inferiore e la performance del portafoglio acquisisce nel tempo una maggiore stabilità.

Infatti, come si evince dalla Tabella 4, in media le correlazioni tra asset della stessa tipologia hanno una correlazione superiore. Ciò indica un forte potenziale di diversificazione tra *asset* differenti.

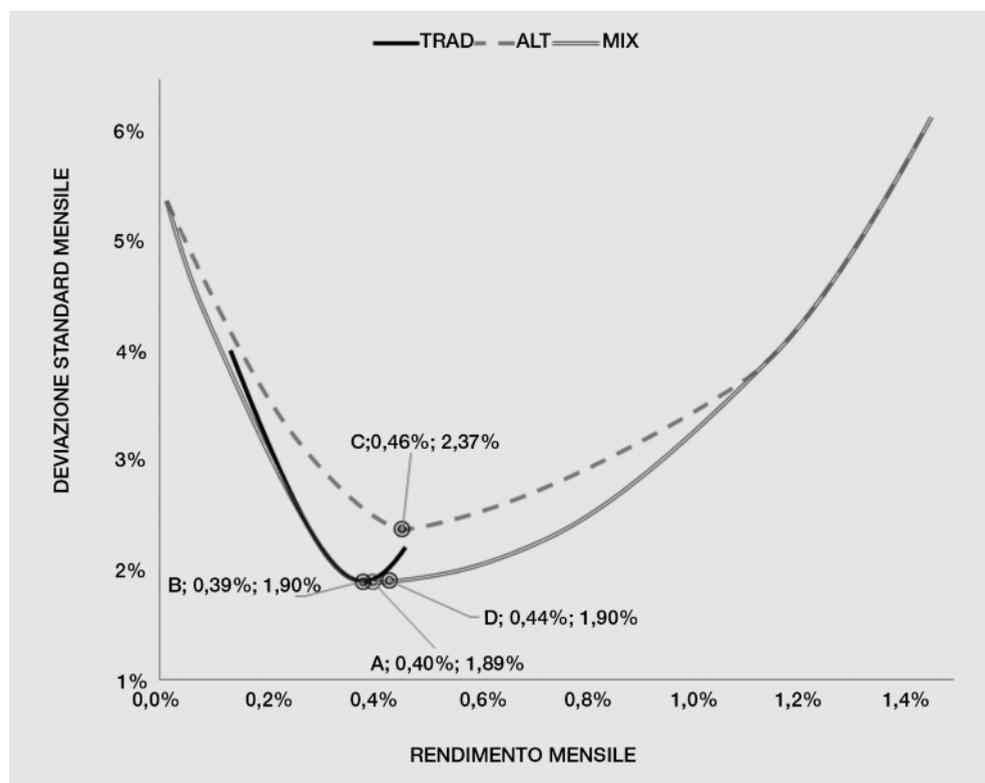
Nel Grafico 1 è rappresentata la frontiera (combinazioni possibili di rischio-rendimento) per ciascuna delle tre ipotesi di portafoglio.

Le curve “TRAD”, “ALT” e “MIX” rappresentano rispettivamente tutte le combinazioni di portafogli possibili composti da soli strumenti tradizionali, da soli strumenti alternativi e da un mix di strumenti tradizionali e alternativi.

Tabella 4 - Asset class tradizionali e alternative: matrice delle correlazioni (2007-2017)

	GLOBAL BONDS	WORLD EQUITIES	REAL ESTATE	BUYOUT	VENTURE CAPITAL	INFRASTRUCTURE	HEDGE FUNDS	COMMODITY
Global Bonds	1,00	-0,05	0,10	0,19	0,04	0,14	0,72	0,40
World Equities	-0,05	1,00	0,81	0,71	0,66	0,81	0,35	-0,09
Real estate	0,10	0,81	1,00	0,58	0,50	0,79	0,30	-0,03
Buyout	0,19	0,71	0,58	1,00	0,68	0,63	0,51	-0,11
Venture capital	0,04	0,66	0,50	0,68	1,00	0,55	0,43	-0,06
Infrastructure	0,14	0,81	0,79	0,63	0,55	1,00	0,39	-0,06
Hedge funds	0,72	0,35	0,30	0,51	0,43	0,39	1,00	0,23
Commodity	0,40	-0,09	-0,03	-0,11	-0,06	-0,06	0,23	1,00

Grafico 1 - Frontiere: tradizionale, alternativo, mix



Nel modello utilizzato è stata esclusa la possibilità di vendite allo scoperto, imponendo il vincolo di percentuali di investimento positive nelle diverse *asset class* (maggiori o uguali a zero) e con peso complessivo del portafoglio pari al 100%.

Dal Grafico 1, emerge un'evidenza che dimostra un risultato significativo (e tutt'altro che scontato): l'inclusione di investimenti alternativi in un portafoglio finanziario (cfr. "MIX") migliora, per ogni dato livello di rendimento (o rischio), il trade-off rischio rendimento. Ciò significa che, per ogni dato livello di rendimento atteso, il portafoglio costruito combinando *asset tradizionali* con *asset alternativi* è in grado di fornire il rendimento desiderato con un rischio sistematicamente inferiore rispetto a quello ottenibile investendo solamente in asset tradizionali o alternativi.

Infatti, nessun portafoglio di soli tradizionali (cfr. "TRAD") è in grado di garantire il medesimo livello di rendimento con un livello di rischio più basso; detto in altri termini la frontiera di soli tradizionali è spostata verso l'alto rispetto alla frontiera contenente un mix di strumenti (tradizionali e alternativi). Quindi l'inserimento di strumenti alternativi, sposta la curva "TRAD" verso il basso, indicando il possibile raggiungimento della stessa performance ma con un livello di rischio più basso.

Sempre osservando il Grafico 1, emerge un'altra evidenza molto interessante: nello specifico si nota che, nonostante la frontiera del portafoglio tradizionale pre-

senti, per un certo *range* di valori, un trade-off rischio/rendimento migliore rispetto a quello ottenuto considerando solo gli indici che sintetizzano le varie sottoclassi degli “alternative”, per ottenere combinazioni rischio-rendimento più elevate occorre necessariamente investire una quota del portafoglio negli alternativi. In sostanza, gli investimenti alternativi offrono agli investitori, istituzionali e non, l’opportunità di ottenere combinazioni altrimenti non raggiungibili con i soli strumenti e strategie tradizionali.

Al fine di rendere “robusta” e attendibile l’analisi realizzata, nell’Appendice IV è riportato la stessa analisi fin qui esposta, ottenuta però a partire da un portafoglio di 12 indici (6 tradizionali e 6 alternativi), sia per lo stesso periodo di osservazione 2007-2017 che per un orizzonte temporale più ridotto 2012-2017. Le evidenze dimostrano l’invarianza dei risultati riscontrati, vale dire il miglioramento del *trade-off* rischio-rendimento, rispetto al periodo di campionamento selezionato e al paniere degli indici rappresentativi della performance delle diverse *asset class* considerate.

Ritornando ai dati di input utilizzati e ai risultati ottenuti, a titolo di esempio, volendo considerare delle reali alternative di portafoglio per una Cassa che intende costruire un portafoglio con il livello più basso di rischio, avremo nelle tre ipotesi (portafoglio mix, portafoglio solo tradizionali, portafoglio solo alternativi) le seguenti statistiche in termini di rischio-rendimento:

Tabella 5 - Portafogli a varianza minima			
	PORT A MIX	PORT B TRADIZIONALI	PORT C ALTERNATIVI
Varianza	0,0356%	0,0360%	0,0562%
Rendimento	0,4040%	0,3853%	0,4588%
SQM	1,8865%	1,8975%	2,3705%

Nel caso specifico, si osserva dalla Tabella 5 e nel Grafico 1, come il portafoglio mix (Portafoglio A) riesce a minimizzare il rischio rispetto al portafoglio di solo tradizionali (Portafoglio B), per di più scontando il minor rischio con un maggior rendimento atteso.

Inoltre, se dato un certo livello di rischio, per esempio uno SQM di 1,8975% (corrispondente al livello minimo di rischio nel caso di portafoglio costituito solo da strumenti tradizionali), la Cassa volesse costruire un portafoglio diversificato (quindi strumenti tradizionali e alternativi), che gli permetta di massimizzare il rendimento, riuscirebbe a realizzare un rendimento pari a 0,4355% (Portafoglio D nel Grafico 1) superiore quindi al 0,3853% garantito dal portafoglio tradizionale (Portafoglio B nel Grafico 1). Il Portafoglio D (mix), rispetto al Portafoglio B (solo tradizionali), presenta a parità di rischio (SQM=1,8975%) un rendimento più alto (risulta spostato più a destra sulla frontiera efficiente).

Sempre a titolo di esempio se una Cassa volesse (e potesse) costruire un portafoglio a massima varianza o massimo scarto quadratico medio<sup>55</sup>, utilizzando i dati dell'applicazione presentata e con i limiti della stessa, le statistiche delle tre possibilità sarebbero le seguenti:

Tabella 6 - Portafogli efficienti a rischio massimo			
	MIX	TRADIZIONALI	ALTERNATIVI
Varianza	0,3786%	0,0488%	0,3786%
Rendimento	1,4566%	0,4654%	1,4566%
SQM	6,1534%	2,2099%	6,1534%

In questo caso si nota come il modo per posizionarsi sul livello di rischio più alto è quello di investire il 100% in *asset* alternativi, sia nell'ipotesi di portafoglio mix (che di fatto sarebbe costituito dal 100% in alternativi e 0% in tradizionali) sia nell'ipotesi di portafoglio esclusivamente alternativo.

A supporto dell'analisi realizzata e dei risultati ottenuti, nel Grafico 2 si rappresenta l'evoluzione che avrebbe seguito, nell'arco temporale 2007-2017, una somma di denaro pari a 1 euro investita rispettivamente nel portafoglio c.d. tradizionale (40% world equities e 60% global bonds) e in quello c.d. mix (1/3 world equities, 1/3 global bonds, 1/3 alternatives<sup>56</sup>).

Oltre a riscontrare la migliore performance complessiva offerta nel medio lungo periodo dal portafoglio diversificato, analizzando la dinamica del montante associato ai due portafogli si evince come quest'ultimo riesca a beneficiare del c.d. “effetto diversificazione”, in virtù della combinazione tra *assets* tradizionali ed *assets* alternativi: esso difatti mostra una dinamica evolutiva che, in relazione ai singoli portafogli “non diversificati” (tradizionale e alternativo) potrebbe definirsi prudente, in quanto idonea a limitare gli eccessi “al rialzo” e “al ribasso” che caratterizzano la componente degli “*alternatives*”.

L'evidenza di quest'ultimo fenomeno è maggiormente comprensibile analizzando l'andamento dei rendimenti periodali associati al portafoglio mix, che risultano sempre compresi tra quelli offerti dal portafoglio tradizionale e quelli offerti dal portafoglio c.d. alternativo (cfr. Grafico 3).

Nella pratica operativa, il modello media-varianza di Markowitz dovrebbe essere implementato tenendo in considerazione alcuni vincoli che riflettano gli orientamenti d'investimento dell'istituzione e gli obiettivi d'investimento. Infatti, l'assenza di vincoli comporta, in alcuni casi, una ottimizzazione del portafoglio con una allocazione estrema in *asset* specifici che non sarebbe efficiente nell'ottica del soddisfacimento degli obiettivi della Cassa.

Risulta utile, quindi, al fine di definire un *asset allocation* efficiente, l'individuazione del *risk target* in modo da poter costruire un portafoglio che massimizzi il rendimento,

Grafico 2 – Portafoglio diversificato versus portafoglio non diversificato – profilo evolutivo montante 2007-2017

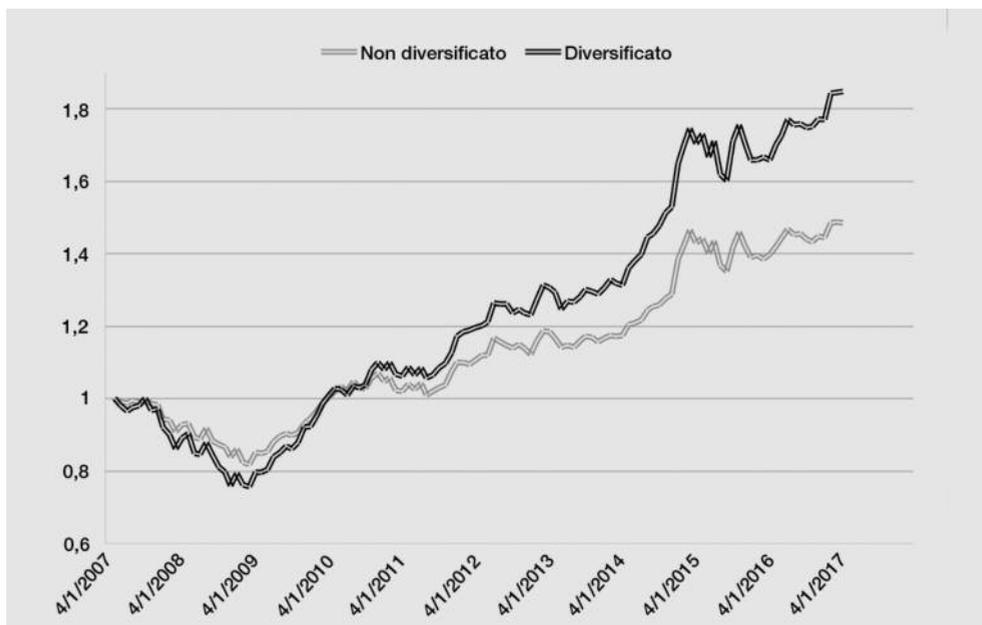
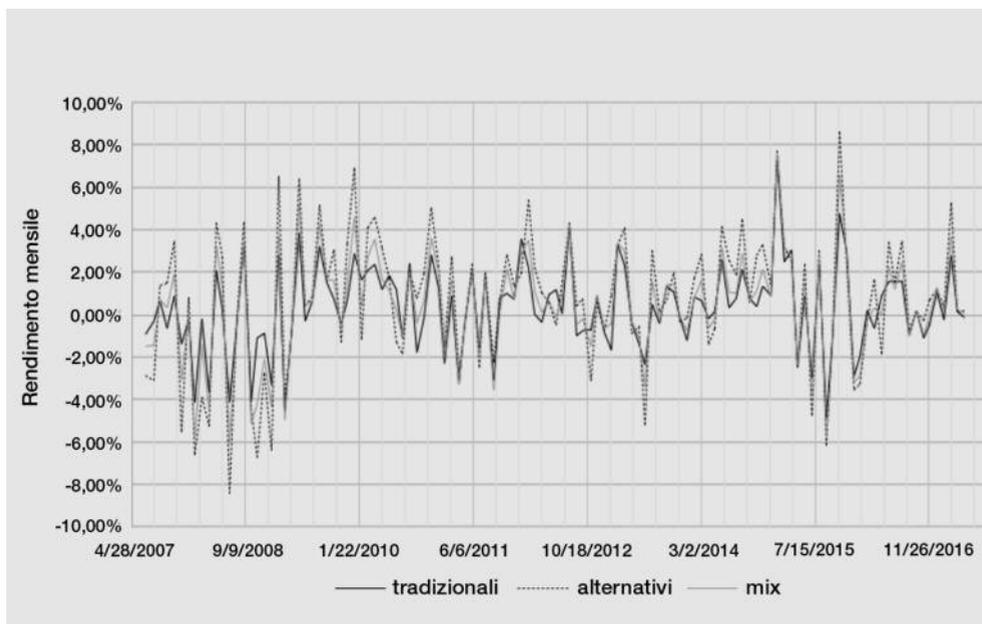


Grafico 3 - Portafoglio tradizionale, alternative e mix: analisi dei rendimenti periodali



o in alternativa una performance target al fine di costruire il portafoglio che minimizzi il rischio.

Le analisi qui condotte, potrebbero essere integrate con ulteriori valutazioni che prendano in considerazione le diverse tecniche di costruzione e definizione di portafogli *risk-based*: *equally weighted portfolio*, *global minimum variance portfolio*, *most diversified portfolio*, *risk contribution portfolio*.

### 3.3.3.2. Composizione ottimale di un portafoglio sulla base di un assegnato *risk target* (*Asset-Liability Risk Budget*)

L'applicazione del modello di regressione multiplo descritto nel paragrafo 'Analisi del profilo di rischio degli iscritti', fissato un livello di probabilità permette, in ipotesi di relazione lineare tra l'indice FRT ed i fattori esplicativi, le variabili socio-economiche, quali sesso, età, numero anni atteso al collocamento a riposto, livello reddituale, di misurare l'influenza più o meno significativa che essi hanno sul livello di tolleranza al rischio di un soggetto e conseguentemente settare le scelte di investimento.

Al fine di presentare una risultanza empirica, si è proceduto ad analizzare un collettivo tipo individuando le variabili socio-economiche più significative che sono risultate le seguenti: età, reddito e numero di anni atteso al collocamento a riposo. Ciò indica che, al variare delle caratteristiche riconducibili ai fattori socio-economici sopra elencati, il livello medio di tolleranza al rischio del soggetto potrebbe cambiare sensibilmente.

I risultati del test ANOVA, sul collettivo esaminato hanno dimostrato come l' "Età" del rispondente determini una significativa differenziazione del livello medio di tolleranza al rischio. Dall'analisi dell'indice FRT in funzione dell'età, si rileva un livello medio di tolleranza al rischio per i giovani significativamente più alto rispetto a quello delle fasce più avanti con l'età. Il collettivo è stato suddiviso in 4 fasce di età: 21-31, 32-43, 44-54, oltre 55.

In relazione alla variabile "Reddito Annuo", i test hanno evidenziato l'esistenza di una sostanziosa differenziazione del livello medio di tolleranza al rischio in funzione delle risorse finanziarie, in particolare, coloro che dispongono di un reddito medio annuo superiore, sono in media più propensi verso operazioni di mercato rischiose e pertanto più tolleranti al rischio. Le classi di reddito scelte sono: < 15.000, 15.000-30.000, 31.000-60.000, > 60.000.

Per la variabile "Numero anni al pensionamento", i test hanno evidenziato che esiste una significativa differenziazione del livello medio di tolleranza al rischio in funzione degli anni di contribuzione necessari al pensionamento, ed in particolare, coloro che sono più lontani dalla pensione dichiarano di essere in media più propensi verso operazioni di mercato rischiose. Le classi considerate sono: 0-10 anni, 11-20 anni, 21-30 anni e > 30 anni (gli anni rappresentano la 'lontananza' dal pensionamento).

Ovviamente, si precisa che l'analisi qui rappresentata risulta esemplificativa di quella che dovrebbe essere un'analisi completa effettuata ad hoc su ciascuna Casa, in quanto considera solo l'attitudine al rischio come volatilità e non anche altre

dimensioni (liquidità, controparte, etc.). A tal proposito si sottolinea che la valutazione di adeguatezza delle procedure di *asset allocation* di una Cassa, deve tenere conto non solo dell'attitudine al rischio, ma anche degli obiettivi di investimento e quindi di altri rischi, non trascurando così la complementarietà tra profilo di rischio, obiettivi di sostenibilità e obiettivi di adeguatezza delle prestazioni agli aderenti.

Per ciascuna delle tre variabili considerate si è proceduto alla quantificazione per ogni classe del valore medio dell'indice FRT, che come riportato di seguito risulta maggiore al crescere del livello di reddito.

Di seguito si espongono i valori relativamente alla caratteristica 'Reddito annuo':

FASCE REDDITO	FRT MEDIO
< 15.000	22,9
15.000 - 30.000	24,0
31.000 - 60.000	24,3
> 60.000	26,2

Essendo l'FRT un indicatore del livello di propensione al rischio, è possibile attribuire a ciascuna classe un valore di scarto quadratico medio (come volatilità del rendimento quale proxy del rischio) crescente al crescere dell'indice FRT, che, considerando la frontiera efficiente, significa muoversi a destra del punto di minimo rischio ricercando sempre rendimenti e rischio maggiori.

Utilizzando il criterio media-varianza presentato precedentemente e considerando la volontà di investire in un portafoglio contenente sia asset alternativi che asset tradizionali, attraverso la risoluzione di un modello di programmazione quadratica vincolata, sono state determinate le percentuali di investimento in ciascuna delle 8 *asset class*, individuando il portafoglio efficiente ottimo che per un dato livello di SQM fosse in grado di massimizzare il rendimento atteso.

Di seguito si rappresentano le grandezze principali di ciascun portafoglio costruito al crescere del rischio associato a ciascuna classe di reddito:

	1	2	3	4	5	6
	PORTAFOGLIO RISCHIO MINIMO	< 15.000	15.000- 30.000	31.000- 60.000	> 60.000	PORTAFOGLIO RISCHIO MASSIMO
Varianza	0,04%	0,12%	0,16%	0,17%	0,27%	0,38%
Rendimento	0,40%	1,05%	1,17%	1,20%	1,34%	1,46%
SQM	1,89%	3,45%	4,03%	4,17%	5,21%	6,15%

In particolare nell'applicazione numerica riportata si nota come (vedi Grafico 4) al fine di soddisfare i bisogni in termini di rapporto rischio-rendimento degli iscritti con reddito maggiore, risulta indispensabile allocare una componente consistente di *asset* alternativi per ottenere un portafoglio efficiente.

La stessa analisi può essere rappresentata per le caratteristiche ritenute significative in termini di influenza sulla propensione al rischio: età, numero anni atteso al collocamento, etc. L'analisi rappresentata ha lo scopo di fornire un esempio numerico semplificato che permette di comprendere come l'adeguatezza dell'*asset allocation* di una Cassa non può essere definita a priori attraverso delle indicazioni stringenti dei pesi da attribuire a ciascuna *asset class*, ma, nell'ambito di un *framework* definito aprioristicamente e seguendo anche un principio di proporzionalità, deve essere valutata per ciascuna Cassa in relazione agli obiettivi di investimento sia in termini di sostenibilità che di adeguatezza, alle caratteristiche socio-economiche degli aderenti che identificano un livello di avversione/propensione al rischio, alla consistenza patrimoniale, al livello di conoscenza degli aspetti finanziari/attuariali, all'efficace sistema di *governance*.

La Casse di previdenza, e in generale tutti gli investitori istituzionali, dovrebbero modificare il loro approccio di costruzione del portafoglio, iniziando a pensare in termini di diversificazione del rischio costruendo una *asset allocation* che contiene differenti esposizioni al rischio e non solo differenti classi o sottoclassi di attivi. Inserire gli investimenti alternativi nell'*asset allocation* comporta quindi un vantaggio in termini di maggiore diversificazione, nella misura in cui tali investimenti risultano non correlati agli investimenti tradizionali.

Pertanto, la prescrizione di limiti quantitativi sulle diverse *asset class* non conduce ad una costruzione efficiente del portafoglio.

Tale affermazione trova conferma osservando il Grafico 5, in cui sono rappresentate le quattro frontiere efficienti costruite tenendo conto di un livello del limite massimo di investimento in strumenti alternativi via via maggiore (dal 30% nella frontiera linea continua nera, al 40% nella frontiera linea continua grigia, al 50% nella frontiera linea tratteggiata nera, fino ad arrivare alla frontiera in assenza di vincoli, quella con linea tratteggiata grigia).

In esso, infatti, è possibile riscontrare come l'imposizione di limiti sempre più stringenti alle classi degli investimenti alternativi determina due effetti:

- una perdita di efficienza per taluni livelli di rischio (o alternativamente di rendimento), ovvero la necessità per dati livelli di rischio (rendimento) di posizionarsi su livelli di rendimento (rischio) inferiori (superiori) rispetto a quelli potenzialmente raggiungibili investendo in portafogli caratterizzati da minori limitazioni;
- la preclusione di poter raggiungere livelli di rendimento più elevati, si veda la maggiore estensione delle frontiere efficienti caratterizzate da minori vincoli sulle possibilità d'investimento.

Al fine di rappresentare numericamente, come l'indicazione di limiti massimi di esposizione ad alcune *asset class* conduca a dei portafogli non efficienti è presentato di seguito un esempio.

Grafico 4 - Frontiera MIX: portafogli per rischio target

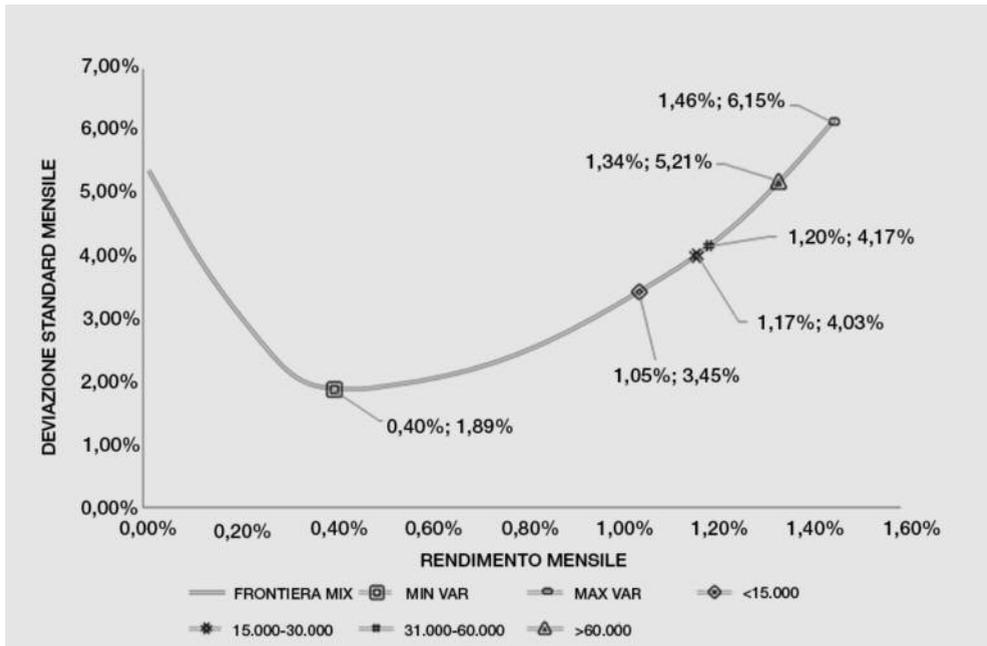
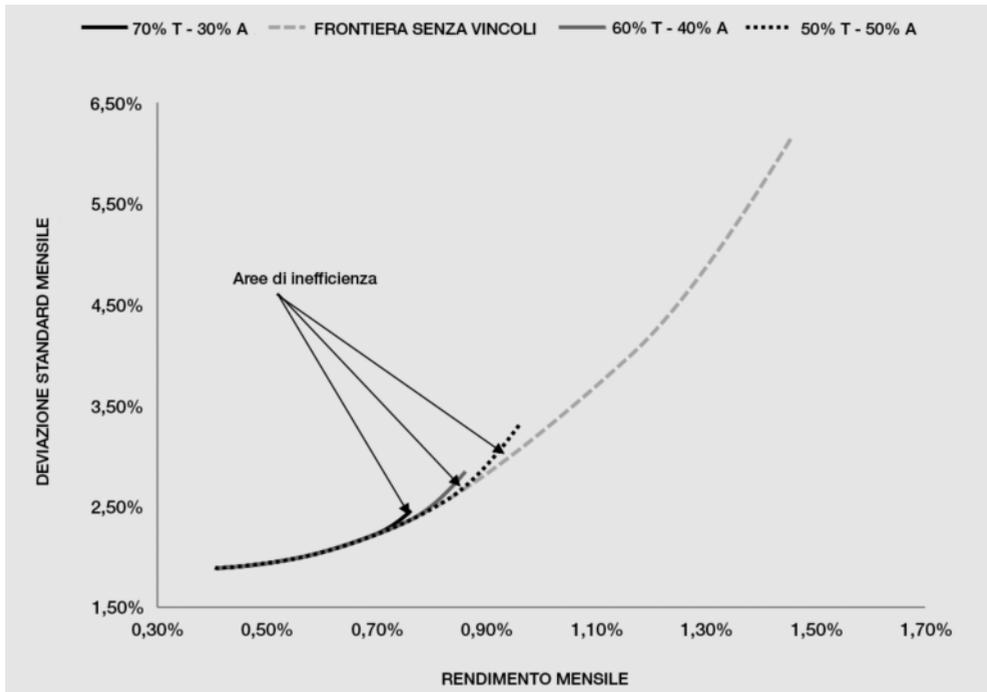


Grafico 5 - Evoluzione della frontiera efficiente al variare dei vincoli sulle opportunità di investimento



Per lo scopo, si considerano i profili di rischio esposti nella Tabella 7. Ipotizziamo che siano imposti dei limiti di investimento sugli investimenti alternativi che non possono superare il 25% del totale dell'attivo investito.

Inserendo questo vincolo nel modello di ottimizzazione di *Markovitz*, si ottengono i seguenti risultati:

Tabella 8 - Combinazioni rischio-rendimento in funzione di un assegnato risk target con vincolo alternativi max 25%						
	I	2	3	4	5	6
	PORTAFOGLIO RISCHIO MINIMO	< 15000	15.000- 30.000	31.000- 60.000	> 60.000	PORTAFOGLIO RISCHIO MASSIMO
Varianza	0,04%	0,12%	0,16%	0,17%		
Rendimento	0,40%	0,53%	0,48%	0,47%		
SQM	1,89%	3,45%	4,03%	4,17%		

Dal confronto tra la Tabella 7 (i cui risultati sono stati ottenuti non tenendo conto di nessun vincolo sugli investimenti) e la Tabella 8, si osserva come l'introduzione di un vincolo su alcune categorie di *asset class* comporta per i profili 2, 3 e 4, a parità di rischio, una riduzione del livello di rendimento, rendendo di fatto inefficienti i portafogli costruiti. Per il portafoglio a minimo rischio (che rappresenta geometricamente il punto di minimo della curva), si nota, invece che l'ipotesi di restrizione del 25% sugli investimenti alternativi, non ha nessun effetto sul portafoglio individuato, che risulta avere lo stesso livello di rendimento del portafoglio costruito in assenza di vincoli. Ovviamente, la prescrizione di un vincolo inferiore al 25%, potrebbe comportare una mancata efficienza anche nella costruzione del portafoglio a rischio minimo.

Un'altra importante evidenza è che per profili a più alto rischio, rappresentati nell'esempio dal profilo 5 e 6, l'imposizione di una restrizione nell'investire parte del patrimonio in alcune *asset class*, non consente affatto la costruzione di un *asset allocation* che soddisfi tutti i vincoli imposti precludendo la possibilità, per esempio, di costruire portafogli che garantiscono rendimenti più alti.

Ovviamente, le evidenze numeriche esposte, risultanti dall'analisi condotta a titolo di esempio, seppur nei limiti del modello utilizzato e delle ipotesi sottostanti e nella consapevolezza che la performance e il rischio storici degli indici selezionati non è indicativa di risultati futuri, rappresentano sicuramente un buon punto di partenza per mettere in discussione l'efficacia di dettare a livello normativo degli stringenti limiti di investimento in determinate *asset class*.

Osservando i dati di alcune Casse rappresentative, si nota come le stesse siano particolarmente diverse in termini di entità del patrimonio gestito, età media, anzianità media, numero di anni attesi al collocamento a riposo, sistema di determinazione delle prestazioni (contributivo vs retributivo) e livelli di capitalizzazione dei

Tabella 9 - Caratteristiche demografiche-economiche degli aderenti alle Casse					
CASSA	NUMERO ATTIVI	ETÀ MEDIA	ANZIANITÀ MEDIA	REDDITO MEDIO	ANNI MEDI ALL'USCITA
1	156.916	45,00	12,50	24.384	22,50
2	228.117	47,40	14,20	45.896	30,40
3	211.363	44,70	14,50	35.900	25,30
4	23.405	46,00	14,50	36.056	20,50
5	342.027	45,80	19,90	9.170	22,20
6	86.446	44,4	14,9	20.456	25,6
7	25.712	52	21,5	47.968	18,5
8	57.106	44,61	13,05	60.691	25,39
9	46.452	41,9	8,2	17.362	23,1
10	12.673	non indicate	non indicate	19.710	non indicate
11	18.345	46,1	11,9	22.783	18,9
12	23.186	38,8	5,4	19.352	26,2
13	11.952	38,8	5,4	non indicate	26,2

montanti, e tante altre variabili. Nella Tabella 9 successiva si espongono i dati di alcune tra le maggiori Casse. I dati non risultano completi e si riferiscono a periodi di osservazione differenti in quanto le informazioni sono quelle reperite da fonti pubbliche (bilanci consuntivi e bilanci tecnici pubblicati dalle stesse Casse).

La diversità rappresentata nella Tabella 9, significa di fatto diversi obiettivi da perseguire in termini di rendimento del patrimonio, diverso potere contrattuale, diverse capacità organizzative e quantitative, diverse caratteristiche demografiche e socio-economiche degli aderenti, tutte diversità che si traducono in un differente profilo rischio-rendimento e quindi nella inevitabile esigenza/opportunità/necessità delle Casse di previdenza di costruire una *asset allocation* efficiente differenziabile ed ottimizzabile al mutare delle proprie specificità.

Queste evidenze, non devono spingere a pensare che tutte le Casse dovrebbero replicare l'*endowment model*<sup>57</sup>, e avere quasi tutto il loro portafoglio investito in alternativi, ma è sostenibile che in alcuni casi la percentuale ottimale da investire in tali tipi di asset sia superiore al livello massimo attualmente praticato. Ecco quindi

che assume particolare importanza l'attenzione alle capacità gestionali e ai processi di investimento di ciascuna Cassa professionale che dovrà dotarsi di strutture organizzative e di professionalità adeguate ai rischi connessi alla politica di investimento perseguita.

Solo facendo crescere le competenze tecnico-professionali all'interno degli enti, si potrà effettivamente assistere ad un cambio di approccio che consentirà di abbandonare l'attuale imposizione di precisi limiti di investimento per giungere alla creazione di un efficace sistema di *risk management* caratterizzato da attenzione ai processi, conoscenza e quantificazione dei rischi, puntuale *risk monitoring*, con l'obiettivo primo di garantire la sostenibilità delle prestazioni preservando l'adeguatezza delle stesse.

## NOTE

1. A cura di Federico Merola.
2. Per investimenti in economia reale intendiamo ciò che viene comunemente indicato come investimento in prodotti alternativi. Ovvero veicoli di investimento in Immobili, infrastrutture e PMI che – lato *equity* o lato debito – attraverso modalità adeguate e maggiori livelli di complessità realizzano impieghi a medio-lungo termine caratterizzati da maggiori rischi e rendimenti attesi e un certo grado di illiquidità.
3. OCSE “*Regulation of Insurance Company and Pension Fund Investment – OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*”. (September 2015 <https://www.oecd.org/g20/summits/antalya/reports/3/>).
4. Svolta da *Clofford Chance* per Astrid nell’ambito di un gruppo di lavoro sui fondi pensione (Limiti di investimento dei fondi pensione europei: analisi comparativa, nov.2016). Si veda anche la nota 21.
5. Ciò significa che, per ogni dato livello di rendimento atteso, il portafoglio costruito combinando *asset* tradizionali con *asset* alternativi è in grado di fornire un rischio sistematicamente inferiore rispetto a quello ottenibile investendo solamente in *asset* tradizionali o alternativi.
6. Redatto con il contributo di Federico Merola.
7. McKinsey global institute, *Bridging the infrastructure gap*, April 2016.
8. Angel Gurría, *Closing Remarks*, Conference Euromoney/OECD on long term investing financing, Paris, 20 November 2015.
9. Per investimenti in economia reale intendiamo ciò che viene comunemente indicato come investimento in prodotti alternativi. Ovvero veicoli di investimento in Immobili, infrastrutture e PMI che – lato *equity* o lato debito – attraverso modalità adeguate e maggiori livelli di complessità realizzano impieghi a medio-lungo termine caratterizzati da maggiori rischi e rendimenti attesi e un certo grado di illiquidità.
10. Sulle infrastrutture in Europa e sul Piano Juncker cfr tra gli altri. F. Bassanini E. Reviglio, *Le politiche per gli investimenti e le infrastrutture*, in G. Amato, E. Moavero Milanese, G. Pasquino, L. Reichlin, a cura di, *Europa*, Istituto dell’Enciclopedia Italiana, in occasione dei sessant’anni del Trattato di Roma, in corso di pubblicazione, Roma 2017. E. Reviglio, *La legge di stabilità e le politiche per la crescita in Europa. Investimenti e politica industriale*, in, *La legge di bilancio e di stabilità: le politiche economiche possibili fra diritto costituzionale e diritto europeo*, a cura di, G. Montedoro e E. Reviglio, conclusioni di G. Amato, Roma 2017. L’interpretazione del Piano Juncker ripresa in questo breve intervento è stata presentata per la prima volta da Franco Bassanini al Parlamento Europeo il 22 ottobre 2015 (a pochi mesi dall’avvio del Piano). Per una versione più elaborata ed estesa del discorso del ex-Presidente della Cassa depositi e prestiti al Parlamento europeo si veda, E. Reviglio, *Moving the first steps towards an “European Infrastructure Union”*, in *Confrontations Europe*, 11 October, 2015 e F. Bassanini, E. Reviglio, *Financing Infrastructure in Europe. The Juncker Plan and the role of the National Promotional Banks*, in eds., P. Garonna and E. Reviglio *Investing in Long-Term Europe. Re-launching Fixed, Network and Social Infrastructure*, Rome 2015.
11. Non è sfuggita, in particolare, l’importanza di ricondurre le proprie analisi sugli investitori previdenziali di varia natura alle

- rispettive finalità e all'evoluzione possibili dei rispettivi obiettivi pensionistici quale determinante essenziale di ogni trasformazione inerente tanto le politiche di investimento, quanto la rispettiva organizzazione ottimale che, infine, l'assetto normativo più idoneo.
12. OCSE “*Regulation of Insurance Company and Pension Fund Investment – OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*”. (September 2015 <https://www.oecd.org/g20/summits/antalya/reports/3/>).
  13. Si parte dalle Regole in materia di investimenti e dall'analisi del mercato finanziario per proseguire poi sul tema delle regole e dinamiche presenti nei settori/aree di interesse e nell'analisi degli specifici strumenti giuridici a fondamento di alcuni investimenti (per esempio nel caso specifico degli investimenti in infrastrutture diventa fondamentale anche la regolamentazione dei principali strumenti giuridici di partenariato pubblico privato (PPP) (es. contratti di concessione, partenariato pubblico-privato, contratto di disponibilità, ecc.) che in futuro dovrebbero essere sempre più ricondotti ad investitori istituzionali piuttosto che ad imprenditori di varia estrazione.
  14. Circostanza in virtù della quale in molti Paesi oggi si sente innanzitutto il bisogno di soggetti “promotori”, anche di matrice istituzionale (banche di sviluppo per es.), ovvero investitori di *equity* di maggioranza capaci di strutturare e gestire singole operazioni adottando adeguati modelli di business grazie a mix di competenza finanziaria ed industriale.
  15. Così ad esempio è stato per i fondi di *private debt* o di sviluppo nelle infrastrutture.
  16. In breve, la bozza di Decreto: a) adottare un'impostazione di *policy* che va esattamente nella direzione opposta a quella prevalente e raccomandata a livello internazionale (essendo basato su vincoli di portafoglio e non su forme di regolamentazione quali e quantitativa inerente *governance* e *risk management*); b) applica i medesimi limiti, apparsi estremamente restrittivi per l'economia reale, indistintamente a tutte le Casse di previdenza, a prescindere dalle rispettive organizzazioni interne; c) si fonda su principi di *asset allocation* incomprensibili sotto il profilo tecnico; d) introduce l'obbligo di gara secondo la normativa in materia di appalti per la selezione dei gestori, sconfinando così in un ambito – quello finanziario – che la stessa disciplina in materia di appalti in massima parte esclude dal proprio ambito di applicazione.
  17. Tali regole si applicano in questo caso solo per la parte degli attivi dell'ente che corrisponde alle attività svolte in quel particolare Stato membro ospitante. Inoltre tali regole si applicano soltanto se le stesse regole o regole più rigorose si applicano anche agli enti pensionistici aventi sede nello Stato membro ospitante.
  18. A) in azioni o quote con diritto di voto, emesse da una stessa società, per un valore nominale superiore al 5% del valore nominale complessivo di tutte le azioni o quote con diritto di voto emesse dalla società medesima se quotata, ovvero al 10% se non quotata, né comunque, azioni o quote con diritto di voto per un ammontare tale da determinare in via diretta un'influenza dominante sulla società emittente; b) in azioni o quote emesse da soggetti tenuti alla contribuzione o da questi controllati direttamente o indirettamente, per interposta persona o tramite società fiduciaria, o agli stessi legati da rapporti di controllo, in misura complessiva superiore al 20% delle risorse del fondo e, se trattasi di fondo pensione di categoria, in misura complessiva superiore al 30%; c) fermi restando i limiti generali indicati alla lettera b), i fondi pensione aventi come destinatari i lavoratori di una determinata impresa non possono investire le proprie disponibilità in strumenti finanziari emessi dalla predetta impresa, o, allorché l'impresa appartenga a un gruppo, dalle imprese appartenenti al gruppo medesimo, in misura complessivamente superiore, rispettivamente, al 5% e al 10% del patrimonio complessivo del fondo.
  19. Tali limiti non si applicano agli investimenti in quote o azioni di OICVM, FIA italiani diversi da quelli riservati, FIA UE e non UE autorizzati alla commercializzazione in Italia ai sensi dell'art. 44, comma 5 e seguenti del TUF, nonché in strumenti fi-

- nanziari 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.
20. In questo senso appare indicativa l'analisi comparativa del recepimento della direttiva condotta da Clifford Chance per Astrid nel 2016. Si veda anche la nota 21.
  21. I dati sono stati forniti dallo studio legale Clifford Chance all'unico fine di offrire un contributo – nell'ambito di uno studio scientifico della materia – alla ricognizione della normativa europea in tema di fondi pensione, alla data dell'analisi, senza alcuna pretesa di completezza; nessuno è autorizzato a fare affidamento sui dati forniti alla stregua di un parere legale, a qualsivoglia scopo.
  22. Relazione per l'anno 2015 - COVIP.
  23. Relazione per l'anno 2015 - COVIP.
  24. A cura di Federico Merola.
  25. OECD, OECD Business and finance outlook 2016, 2016.
  26. Pwc, "A conversation on: Global Trends in Asset Management", 2015.
  27. Cfr. J.P. Morgan, *Private equity: Characteristics and implementation considerations*, 2016.
  28. Cfr. Diller C., Jäckel C., *Risk in Private Equity - New insights into the risk of a portfolio of private equity funds*, BVCA, 2015.
  29. Ibidem.
  30. Ibidem.
  31. Hudson-Wilson, S., Gordon J., Fabozzi F., Anson M, Giliberto S., *Why Real Estate?*, The Journal of Portfolio Management, Vol. 31, No. 5, 2005.
  32. IPF, *Property and inflation, Research report*, 2011.
  33. Credit Suisse, *Protezione contro i rischi d'inflazione*, 2014.
  34. Inderst, G., *Infrastructure as an Asset Class*, EIB PAPERS, Volume 15 (1), 2010.
  35. Ibidem.
  36. Wiener D., Didillon N., *Financing Sustainable and Resilient Infrastructure by Creating a New Asset Class for Institutional Investors*, Global Infrastructure Basel, 2016.
  37. Cfr. Blanc-Brude F., Makovsek D., *Construction Risk in Infrastructure Project Finance*, EDHEC-Risk Institute, 2013.
  38. Cfr. Deutsche Asset & Wealth Management, *Why Invest in Infrastructure?*, Research Report, 2015.
  39. World Economic Forum, *Alternative Investments 2020: The Future of Alternative Investments*, 2015.
  40. Ibidem.
  41. Tiedemann E. O., Bilde C., *Manager selection*, Nykredit Asset Management, 2009.
  42. Ibidem.
  43. Bruce J. F., *Investment Performance Measurement*, Wiley, 2003.
  44. Ibidem.
  45. Importanti novità in materia di organizzazione interna di fondi pensione (e Casse) sono sicuramente dettate da numerosi provvedimenti di varia natura ma in nessun caso i livelli di organizzazione interna sono utilizzati come "premio" per una maggiore autonomia e libertà di investimento, volti a conseguire frontiere di rischio-rendimento più efficienti, come sarebbe più che lecito attendersi.
  46. Il nuovo provvedimento, entrato in vigore in sostituzione della direttiva IORP del 2003 precedentemente vigente, determina l'obbligo per ciascuno Stato membro dell'UE di recepirlo nell'ordinamento interno entro i successivi 24 mesi.
  47. Tale indicazione risulta dagli Orientamenti sul sistema di *governance*, emanati da EIOPA indirizzati alle autorità nazionali competenti in merito ai comportamenti da adottare nella fase preparatoria dell'attuazione della direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2009, in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (direttiva solvibilità II).
  48. "Guidelines for Pension Fund Governance" (2009), "Principles of Corporate Governance" (2015) pubblicati dall' OECD.
  49. Grable, J. E Lytton, R.H. (1999a), "Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument", *Financial Service Review*, 8, 163-181.
  50. La regressione multipla è una tecnica che consente di esaminare la relazione esistente tra una variabile risposta (o dipendente) e un insieme di variabili esplicative (o indipendenti).
  51. Per maggiori informazioni sui modelli proibiti si veda Vani K. Borooah, *Logit and*

- probit: ordered and multinomial models*, 2002, Sage Publications, Inc.
52. Si veda Martellini, L., and V. Milhau. *Capital Structure Choices, Pension Fund Allocation Decisions and the Rational Pricing of Liability Streams* (July 2010).
  53. “Portfolio Selection” *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91.
  54. I dati sui vari indici sono stati ottenuti per mezzo dell'information provider “Bloomberg”.
  55. Si considera, per ovvie ragioni di utilità economica, solamente la parte efficiente della frontiera rischio-rendimento.
  56. La quota associata alla classe degli alternatives è stata ottenuta equiponderando le varie sottoclassi (infrastrutture, buyout, venture capital, etc.) di cui alla Tabella 3.
  57. A riguardo si veda “Endowment Model of Investing: Return, Risk, and Diversification” di Martin L. Leibowitz, P. Brett Hammond, Anthony Bova, 2010.

## BIBLIOGRAFIA

- Allianz GI, *The Case for Alternatives*, Agosto 2015.
- Amin G., Kat. H., *Stocks, Bonds and Hedge Funds: Not a Free Lunch!*, working paper, ISMA Centre, University of Reading, 2002.
- Baldrige J., Cormier J., Leverett V., *Global Survey on Alternative Investing*, Russell Investments, 2010.
- Bassanini F., *La Repubblica della sussidiarietà. Riflessioni sugli articoli 114 e 118 della Costituzione*, in «Astrid Rassegna», n. 12/2007.
- Bassanini F., *Globalizzazione e Terzo settore (a proposito di un pamphlet di Giulio Tremonti)*, postfazione al libro di Astrid «Dove lo Stato non arriva. Pubblica amministrazione e Terzo settore» a cura di Caterina Cittadino, Bagno a Ripoli (Firenze), Passigli Editori, 2008.
- Biliass Y., Georgarakos D., Haliassos M., *Portfolio Inertia and Stock Market Fluctuations*, C.E.P.R. Discussion Paper, 2009.
- Bird R., Liem H., Thorp S., *The Tortoise and the Hare: Risk Premium versus Alternative Asset Portfolios*, The Journal of Portfolio Management, 2013.
- Blanc-Brude F., Makovsek D., *Construction Risk in Infrastructure Project Finance*, EDHEC-Risk Institute, 2013.
- Bodie Z., *Life-Cycle Investing in Theory and Practice*. Financial Analysts Journal, 2002.
- Borooah V.K., *Logit and probit: ordered and multinomial models*. Sage Publications, 2002.
- Bruce J. F., *Investment Performance Measurement*, Wiley, 2003.
- Brude F.B., *Long-Term Investment in Infrastructure and the Demand for Benchmarks*, 2014.
- CAIA, *Risk, Return, and Cash Flow Characteristics of Private Equity Investments in Infrastructure*, 2012.
- Campbell J. Y., Viceira J. Y., *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*. Oxford University Press, 2002.
- Campbell, R.A.J. *Art as an Alternative Asset Class*, working paper, Maastricht University, 2005.
- Cappelletti G., Guazzarotti G., Tommasino P., *The Effect of Age in portfolio Choices: Evidence from an Italian Pension Fund*, Banca d'Italia, Conferenza annuale del CeRP, 2009.
- Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali, *Terzo Report Annuale - Gli investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori dei patrimoni previdenziali per l'anno 2015*, 2016.
- Clifford Chance, *Limiti di investimento dei Fondi Pensione europei: analisi comparative*, 2016.
- Cotè P., McMurray M., *Investing in unlisted infrastructure: an institutional perspective*, Pavilion, 2013.
- COVIP, *Relazione per l'anno 2015*, 2015.
- Credit Suisse, *Can infrastructure investing enhance portfolio efficiency?*, 2010.
- Credit Suisse, *Protezione contro i rischi d'inflazione*, 2014.
- Credit Suisse, *Real Estate as an Asset Class*, White Paper, 2014.
- Cumming, D., Hass L.H., Schweizer. D., *Strategic Asset Allocation and the Role of Alternative Investments*, EFMA Toronto conference, 2011.
- Cutler H., *Liability driven investment. Pension Funds and Their Advisers*, 2010.
- Deutsche Asset & Wealth Management, *Why Invest in Infrastructure?*, Research Report, 2015.
- Diller C., Jäckel C., *Risk in Private Equity - New*

- insights into the risk of a portfolio of private equity funds*, BVCA, 2015.
- Dittmeier C., *La governance dei rischi*, Egea SpA, 2015.
- EDHEC Infrastructure Institute, *Towards Better Infrastructure Investment Products? A survey of investor's perceptions and expectations from investing in infrastructure*, 2016.
- EDHEC Infrastructure Institute-Singapore, *Data Collection for Infrastructure Investment Benchmarking, Objectives, Reality Check and Reporting Guidelines*, 2016.
- EDHEC Risk and Asset Management Research Centre Publication, *Impact of Regulations on the ALM of European Pension Funds*, 2009.
- Feldstein M.S., Siebert H., *Social Security Pension Reform in Europe*. University of Chicago Press, 2002.
- Fersini P., Olivieri G., Melisi G., Barone G., Forte S., *Previdenza complementare: proiezioni di lungo periodo nell'ottica dell'analisi di sostenibilità*. LUISS University Press, 2017.
- Fersini P., Solvency II: la normativa per gli enti pensionistici. *Insurance Review*, n° 41, Insurance Connect Srl, February 2017.
- Fersini P., Olivieri G., Brusco L., Melisi G., *Il debito previdenziale pregresso nelle Casse privatizzate*, in NewsCasse. p. 15-18, 2015.
- G20/OECD Task force on institutional investors and long-term financing, *Report on effective approaches to support implementation of the G20/OECD high-level principles on long-term investment financing by institutional investors*, 2014
- Gorton G.B., Rouwenhorst G.K., *Facts and Fantasies About Commodity Futures*, Yale ICF working paper, 2004.
- Grable J., E Lytton R.H., *Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument*, Financial Service Review, 8, 163-181, 1999.
- Huang J.Z., Zhong Z.D., *Time Variation in Diversification Benefits of Commodity, REITs and TIPS*, Working paper, Pennsylvania State University, 2006.
- Hudson-Wilson, S., Gordon J., Fabozzi F., Anson M., Giliberto S., *Why Real Estate?*, The Journal of Portfolio Management, Vol. 31, No. 5, 2005.
- Inderst G., *Infrastructure as an Asset Class*, EIB PAPERS, Volume 15 (1), 2010.
- Inderst G. Della Croce R., *Pension Fund Investment in Infrastructure: A Comparison between Australia and Canada*, OECD working papers on finance, insurance and private pensions n.32, 2013.
- IPD, *Private real estate: From asset class to asset*, 2013.
- IPD, *The Asset Owner Real Estate Investment Process: Risk management insights from the MSCI/IPD survey*, 2014.
- IPF, *Property and inflation*, Research report, 2011.
- Jayasudha K., Vidivelli B., Analysis of major risks in construction projects, ARPN Journal of Engineering and Applied Sciences, Volume 11(11), 2016.
- JP Morgan, *Private equity: Characteristics and implementation considerations*, 2016.
- Kazemi H., Black K. H., Chambers D. R., *Alternative Investments: CAIA Level II*, CAIA Association, Third edition, 2016.
- Lamm R.M., *Portfolios of Alternative Assets: Why Not 100 Percent Hedge Funds?*, The Journal of Investing, Vol. 8, No. 4, pp. 87-97, 1999.
- Long-Term Investors Club (LTIC), *On the effects of the current regulatory framework on Long-Term Investments*, 2016.
- Martinelli L., Milhau V., Tarelli A., *Toward Conditional Risk Parity – Improving Risk Budgeting Techniques in Changing Economic Environments*. EDHEC Risk Institute Publication, 2014.
- McKinsey & Company, *The Mainstreaming of Alternative Investments - Fueling the Next Wave of Growth in Asset Management*, 2012.
- McKinsey Global Institute (MGI), *Bridging global infrastructure gaps*, June 2016
- Milano Finanza, *Pip Life Cycle: fondi assicurativi previdenziali "intelligenti"*.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Decreto 2 settembre 2014*, n. 166 (G.U. 13 novembre 2014, n.264).
- OECD, *OECD Business and finance outlook 2016*, 2016.
- OECD, *Regulation of insurance company and pension fund investment*, Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 2015.
- OECD, *Risk and return characteristics of infrastructure investment in low income countries*, 2015.
- Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Eu-

- ropea, *Direttiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 3 giugno 2003 relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali*, 2003.
- Prometeia, *Outlook mercato istituzionale italiano*, 2015.
- Singer B., Staub R., Terhaar K., *Appropriate Policy Allocation for Alternative Investments*, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 19, No. 3, pp. 101-110, 2003.
- Tiedemann E. O., Bilde C., *Manager selection*, Nykredit Asset Management, 2009.
- UBS, *Non-traditional asset classes – For more stability in your portfolio*, 2011.
- Wiener D., Didillon N., *Financing Sustainable and Resilient Infrastructure by Creating a New Asset Class for Institutional Investors*, Global Infrastructure Basel, 2016.
- World Economic Forum, *Alternative Investments 2020: The Future of Alternative Investments*, 2015.
- Zakamulin V., *A Test of Covariance-Matrix Forecasting Methods*. *The Journal of Portfolio Management*, 2015.



## APPENDICI



## APPENDICE I

Limiti agli investimenti - distinzione per tipologia di mercato di scambio															
DIRETTIVA IORP I		DIRETTIVA IORP II		DECRETI 166/2014 E 252/2005				SCHEMA DECRETO CASSE							
		MINIMO	MASSIMO	MINIMO	MASSIMO	MINIMO	MASSIMO	MINIMO	MASSIMO						
MERCATI REGOLA- MENTATI (sono inclusi OICVM e depositi bancari)	Tutti gli schemi	ARTICOLO 18, COMMA 1, LETTERA c) Le attività sono investi- te in misura <i>predomi-</i> <i>nante</i> su mercati rego- lamentati (interpretato come > =50%) *.	ARTICOLO 19, COMMA 1, LETTERA d) Le attività sono investite in misura <i>predominante</i> sui mercati regolamenta- ti. (interpretato come > =50%).	DECRETO 166/2014 ARTICOLO 5, COMMA 1 Fermi restando i limiti di cui all'articolo 6 comma 13 del decreto legislativo 252 del 2005, le disponibilità del fon- do pensione sono investite in <i>misura prevalente</i> in strumen- ti finanziari negoziati nei mercati regolamentati.	DECRETO 166/2014 ARTICOLO 5, COMMA 1 Fermi restando i limiti di cui all'articolo 6 comma 13 del decreto legislativo 252 del 2005, le disponibilità del fon- do pensione sono investite in <i>misura prevalente</i> in strumen- ti finanziari negoziati nei mercati regolamentati.	ARTICOLO 9, COMMA 1 Gli enti investono le proprie disponibilità complessive <i>in misura</i> <i>prevalente</i> in strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati.	50%	100%	50%	100%	70% (implicito)	100%	65% (implicito)	100%	
		50%	100%	50%	100%	70% (implicito)	100%	65% (implicito)	100%	70% (implicito)	100%	65% (implicito)	100%		
Schemi i cui aderenti sop- portano il ri- schio di inve- stimento **	Schemi pen- sionistici con garanzia di tasso di inte- resse a lungo termine, che si assumono il rischio di inve- stimento e che forniscono essi stessi la garanzia**	0%	ARTICOLO 19, COMMA 6, LETTERA a) 70%	ARTICOLO 19, COMMA 6, LETTERA a) 70%	ARTICOLO 19, COMMA 6, LETTERA a) 70%	ARTICOLO 19, COMMA 6, LETTERA a) 70%	0%	0%	0%	35%	70%	70% (implicito)	100%	65% (implicito)	100%
		0%	ARTICOLO 18, COMMA 5, LETTERA a) 70%	ARTICOLO 19, COMMA 6, LETTERA a) 70%	ARTICOLO 19, COMMA 6, LETTERA a) 70%	ARTICOLO 19, COMMA 6, LETTERA a) 70%	0%	0%	0%	35%	70%	70% (implicito)	100%	65% (implicito)	100%

Limiti agli investimenti - distinzione per tipologia di mercato di scambio													
	DIRETTIVA IORP I		DIRETTIVA IORP II		SCHEMA DECRETO CASSE								
	MINIMO	MASSIMO	MINIMO	MASSIMO	MINIMO	MASSIMO							
MERCATI NON REGOLAMENTATI	ARTICOLO 18, COMMA 1, LETTERA c) Le attività sono investite in misura <i>predominante</i> sui mercati regolamentati. Gli investimenti in attività che non sono ammesse allo scambio su un mercato finanziario regolamentato devono in ogni caso essere mantenute a livelli prudenziali <50%	ARTICOLO 19, COMMA 1, LETTERA d) Le attività sono investite in misura <i>predominante</i> sui mercati regolamentati. Gli investimenti in attività che non sono ammesse allo scambio su un mercato finanziario regolamentato devono in ogni caso essere mantenute a livelli prudenziali <50%	DECRETO 166/2014 ARTICOLO 5, COMMA 1 L'investimento in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi (FIA) è mantenuto a livelli prudenziali: è complessivamente contenuto entro il limite del 30 per cento delle disponibilità complessive del fondo pensione.	DECRETI 166/2014 E 252/2005	ARTICOLO 9, COMMA 1 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 35 per cento del totale delle disponibilità complessive dell'Ente.	0%	50%	0%	50%	0%	30%	0%	35%
*ARTICOLO 18, COMMA 7, LETTERA a) In caso di attività transfrontaliera di cui all'articolo 20, le autorità competenti di ciascuno Stato membro ospitante possono chiedere che nello Stato membro d'origine si applichino all'ente pensionistico le regole di cui al secondo comma. Tali regole si applicano in questo caso solo per la parte degli attivi dell'ente che corrisponde alle attività svolte in quel particolare Stato membro ospitante. Inoltre tali regole si applicano soltanto se le stesse regole o regole più rigorose si applicano anche agli enti pensionistici aventi sede nello Stato membro ospitante													
MERCATI REGOLAMENTATI (azioni, altri titoli equiparabili ad azioni ed obbligazioni)	70%	100%					0%	35%					
MERCATI NON REGOLAMENTATI (azioni, altri titoli equiparabili ad azioni ed obbligazioni non ammessi allo scambio su un mercato regolamentato)	0%	30%					0%	35%					
**La IORP II si riferisce in questo caso ad azioni, titoli negoziabili equiparati ad azioni ed obbligazioni di società, ammessi allo scambio nei mercati regolamentati, o tramite MTF o OTF.													

## APPENDICE II

		Limiti agli investimenti		
STRUMENTO	EMITTENTE	DIRETTIVA IORP	DECRETI 166/2014 E 252/2005	SCHEMA DECRETO CASSE
AZIONI O QUOTE CON DIRITTO DI VOTO	Società quotata		VN ≤ 5% del VN complessivo di tutte le azioni o quote con diritto di voto emesse.	VN ≤ 5% del VN complessivo di tutte le azioni o quote con diritto di voto emesse (tale limite non si applica in caso di sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società immobiliari).
	Società non quotata	Le attività sono investite in misura predominante su mercati regolamentati (interpretato come >=50%)	L'investimento in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi (FIA) è mantenuto a livelli prudenziali: è complessivamente contenuto entro il limite del 30 per cento delle disponibilità complessive del fondo pensione.  VN ≤ 10% del VN complessivo di tutte le azioni o quote con diritto di voto emesse.	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 35 per cento del totale delle disponibilità complessive dell'Ente  VN ≤ 10% del VN complessivo di tutte le azioni o quote con diritto di voto emesse (tale limite non si applica in caso di sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società immobiliari).
	Società che versa contributi al fondo		20% delle risorse del fondo 30% se trattasi di fondo pensione di categoria.	
	Società controllate dalla società contribuente (controllo diretto).		20% delle risorse del fondo 30% se trattasi di fondo pensione di categoria.	

		Limiti agli investimenti		
STRUMENTO	EMITTENTE	DIRETTIVA IORP	DECRETI 166/2014 E 252/2005	SCHEMA DECRETO CASSE
AZIONI O QUOTE CON DIRITTO DI VOTO	Società controllate dalla società contribuente (controllo indiretto per interposta persona).		20% delle risorse del fondo 30% se trattasi di fondo pensione di categoria.	
	Società controllate dalla società contribuente (controllo indiretto tramite fiduciaria).		20% delle risorse del fondo 30% se trattasi di fondo pensione di categoria.	
	Singolo soggetto		5% delle disponibilità complessive	5% delle disponibilità complessive
	Soggetti appartenenti a un gruppo		10% delle disponibilità complessive	5% delle disponibilità complessive
	Impresa promotrice	Gli investimenti nell'impresa promotrice non possono superare il 5% del portafoglio nel suo complesso.	I fondi pensione aventi come destinatari i lavoratori di una determinata impresa non possono investire le proprie disponibilità in strumenti finanziari emessi dalla predetta impresa in misura maggiore del 5% del patrimonio complessivo del fondo.	
	Imprese dello stesso gruppo dell'impresa promotrice	Gli investimenti nelle imprese dello stesso gruppo dell'impresa promotrice non possono superare il 10% del portafoglio.	I fondi pensione aventi come destinatari i lavoratori di una determinata impresa non possono investire le proprie disponibilità in strumenti finanziari emessi dalle imprese appartenenti a un gruppo in misura maggiore del 10% del patrimonio complessivo del fondo.	

		Limiti agli investimenti		
STRUMENTO	EMITTENTE	DIRETTIVA IORP	DECRETI 166/2014 E 252/2005	SCHEMA DECRETO CASSE
FIA		Gli investimenti in attività che non sono scambiate su un mercato regolamentato devono essere mantenute a livelli prudenziali.	20% delle disponibilità del fondo 25% del valore del FIA si applicano i limiti del 5% (singoli soggetti) e del 10% (soggetti appartenenti a un gruppo).	10% delle disponibilità dell'ente 10% del valore del FIA.
FIA NON RISERVATI	Emittenti italiani	Gli investimenti in attività emesse dallo stesso emittente o da emittenti appartenenti allo stesso gruppo non espongono l'EPAP a un'eccessiva concentrazione di rischio.	20% delle disponibilità del fondo 25% del valore del FIA non si applicano i limiti del 5% (singoli soggetti) e del 10% (soggetti appartenenti a un gruppo).	10% delle disponibilità del fondo 10% del valore del FIA.
FIA (art. 44 TUF)	Emittenti UE e non UE	Gli investimenti in attività emesse dallo stesso emittente o da emittenti appartenenti allo stesso gruppo non espongono l'EPAP a un'eccessiva concentrazione di rischio.	20% delle disponibilità del fondo 25% del valore del FIA non si applicano i limiti del 5% (singoli soggetti) e del 10% (soggetti appartenenti a un gruppo).	10% delle disponibilità del fondo 10% del valore del FIA.
OICVM		Gli investimenti in attività emesse dallo stesso emittente o da emittenti appartenenti allo stesso gruppo non espongono l'EPAP a un'eccessiva concentrazione di rischio.	non si applicano i limiti del 5% (singoli soggetti) e del 10% (soggetti appartenenti a un gruppo).	non si applicano i limiti del 5% (singoli soggetti e soggetti appartenenti a un gruppo).

		Limiti agli investimenti		
STRUMENTO	EMITTENTE	DIRETTIVA IORP	DECRETI 166/2014 E 252/2005	SCHEMA DECRETO CASSE
STRUMENTI DI DEBITO	Paesi UE e/o aderenti OCSE	Gli Stati membri possono decidere di non applicare i requisiti di concentrazione (5% e 10%) agli investimenti in titoli di Stato.	non si applicano i limiti del 5% (singoli soggetti) e del 10% (soggetti appartenenti a un gruppo).	non si applicano i limiti del 5% (singoli soggetti e soggetti appartenenti a un gruppo).
	Organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Paesi membri UE	Gli Stati membri possono decidere di non applicare i requisiti di concentrazione (5% e 10%) agli investimenti in titoli di Stato.	non si applicano i limiti del 5% (singoli soggetti) e del 10% (soggetti appartenenti a un gruppo).	non si applicano i limiti del 5% (singoli soggetti e soggetti appartenenti a un gruppo).
	Componente residuale		si applicano i limiti del 5% (singoli soggetti) e del 10% (soggetti appartenenti a un gruppo).	si applicano i limiti del 5% (singoli soggetti e soggetti appartenenti a un gruppo).

		Limiti agli investimenti		
STRUMENTO	EMITTENTE	DIRETTIVA IORP	DECRETI 166/2014 E 252/2005	SCHEMA DECRETO CASSE
PRESTITI, PCT E PRESTITO TITOLI		Lo Stato membro di origine vieta all'EPAP di ottenere prestiti, o di agire da garante a favore di terzi. Tuttavia gli Stati membri possono autorizzare gli EPAP a ottenere prestiti solo a fini di liquidità e su base temporanea.	I fondi non possono assumere o concedere prestiti, prestare garanzie in favore di terzi ma possono effettuare operazioni di pronti contro termine ed il prestito titoli, ai fini di una gestione efficiente del portafoglio.	Gli enti possono: a) concedere prestiti solo se strettamente connessi all'attività istituzionale dell'Ente come prevista nello statuto; b) assumere prestiti solo a fini di liquidità e su base temporanea; c) prestare garanzie in favore di terzi solo per finalità strettamente connesse all'attività di investimento delle risorse dell'Ente.
DERIVATI		L'investimento in strumenti derivati è possibile nella misura in cui tali strumenti contribuiscono a ridurre il rischio di investimento o facilitano una gestione efficiente del portafoglio.	I derivati possono essere stipulati esclusivamente per finalità di riduzione del rischio di investimento o di efficiente gestione. Non sono ammesse vendite allo scoperto, né operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto. Non sono ammessi derivati connessi a merci per i quali esiste l'obbligo di consegna del sottostante a scadenza.	Gli strumenti finanziari derivati possono essere stipulati esclusivamente per finalità di riduzione del rischio o di efficiente gestione. Non sono ammesse vendite allo scoperto, né operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto. Non sono ammessi derivati connessi a merci per i quali esiste l'obbligo di consegna del sottostante a scadenza.
MERCI			I fondi pensione possono investire in strumenti finanziari connessi a merci entro il limite del 5%.	Gli enti possono investire in strumenti finanziari connessi a merci entro il limite del 5%.

		Limiti agli investimenti		
STRUMENTO	EMITTENTE	DIRETTIVA IORP	DECRETI 166/2014 E 252/2005	SCHEMA DECRETO CASSE
INVESTIMENTI IMMOBILIARI (INVESTIMEN- TO DIRETTO)		<p>La definizione del concetto di strumenti con un profilo economico a lungo termine è ampia. Si tratta di titoli non trasferibili che pertanto non hanno accesso alla liquidità dei mercati secondari. Tali titoli richiedono spesso impegni a durata prestabilita che ne limitano la negoziabilità e tali strumenti dovrebbero comprendere le partecipazioni, gli strumenti di debito di imprese non quotate e i prestiti a esse concessi. Le imprese non quotate includono progetti infrastrutturali, imprese non quotate proiettate verso la crescita e investimenti in beni immobili o altre attività che potrebbero essere idonee per investimenti a lungo termine. I progetti infrastrutturali a basse emissioni di carbonio e resilienti ai cambiamenti climatici sono spesso attività non quotate e fanno ricorso a crediti a lungo termine per il finanziamento dei progetti.</p>	<p>I fondi pensione di nuova istituzione non possono investire in immobili direttamente. La normativa emanata con il Decreto del Ministro dell'Economia n. 62 del 10 maggio 2007 consentiva ai fondi preesistenti di mantenere, anche a regime, investimenti immobiliari in forma diretta, con l'obbligo di contenerli nel limite del 20 per cento del loro patrimonio. Il rispetto del limite doveva essere raggiunto in cinque anni dalla data del decreto: trascorso tale arco di tempo e previa valutazione della Covip, il limite potrebbe essere superato o derogato "per specifiche esigenze del fondo coerenti con la politica di gestione e la situazione del fondo stesso".</p>	<p>Gli investimenti diretti in beni immobili e diritti reali immobiliari devono essere contenuti entro il limite del 30% del patrimonio dell'Ente.</p>

Limiti agli investimenti				
STRUMENTO	EMITTENTE	DIRETTIVA IORP	DECRETI 166/2014 E 252/2005	SCHEMA DECRETO CASSE
INVESTIMENTI IMMOBILIARI (INVESTIMENTO INDIRETTO)			Valgono le stesse regole di FIA e OICVM.	Valgono le stesse regole di FIA e OICVM.
VALUTE		Stati membri non impediscono agli EPAP di investire fino al 30 % delle attività a copertura delle riserve tecniche in attività denominate in monete diverse da quelle in cui sono espresse le passività.	L'esposizione valutaria è contenuta, al netto di coperture attraverso derivati, entro il 30 % delle disponibilità complessive.	L'esposizione valutaria è contenuta, al netto di coperture, entro il 30% delle disponibilità complessive.



APPENDICE III

Tabella 10 - Limiti agli investimenti: un confronto europeo

	UK	PAESI BASSI	BELGIO	SPAGNA	GERMANIA	LUSSEMBURGO	ITALIA
Investimenti in azioni non quotate	<p>- fino al 49,9% del portafoglio.</p> <p>- fino al 5% nell'impresa promotrice.</p> <p>- fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente o 10% di un medesimo gruppo.</p>	<p>- fino al 49,9% del portafoglio.</p> <p>- fino al 5% nell'impresa promotrice.</p> <p>- fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente o 10% di un medesimo gruppo.</p>	<p>- fino al 49,9% del portafoglio.</p> <p>- fino al 5% nell'impresa promotrice.</p> <p>- fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente o 10% di un medesimo gruppo.</p>	<p>- fino al 30% del portafoglio.</p> <p>- fino al 2% di un medesimo emittente o 4% di un medesimo gruppo.</p>	<p>-fino al 15% del portafoglio (fino al 35% insieme ad azioni quotate).</p> <p>- fino al 1% in strumenti di un medesimo emittente.</p>	<p>- nessun limite del portafoglio per emittenti OECD.</p> <p>- fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente OECD.</p> <p>- fino al 1% in strumenti del medesimo emittente non OECD.</p>	<p>- fino al 49,9% del portafoglio.</p> <p>-fino al 10% del valore nominale del capitale della società nella quale si investe (che scende al 5% del capitale se con diritto di voto).</p> <p>- fino al 5% nell'impresa promotrice.</p> <p>- fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente o 10% di un medesimo gruppo.</p>

## APPENDICE III

Tabella 10 - Limiti agli investimenti: un confronto europeo

	UK	PAESI BASSI	BELGIO	SPAGNA	GERMANIA	LUSSEMBURGO	ITALIA
Investimenti in obbligazioni non quotate	- fino al 49,9% del portafoglio.	- fino al 49,9% del portafoglio.	- fino al 49,9% del portafoglio.	- fino al 30% del portafoglio.	- fino al 49,9% del portafoglio.	- fino al 10% del portafoglio per emittenti OECD.	- fino al 49,9% del portafoglio.
	- fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente o 10% di un medesimo gruppo.	- fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente o 10% di un medesimo gruppo.	- fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente o 10% di un medesimo gruppo.	- fino al 2% in strumenti di un medesimo emittente o 4% di un medesimo gruppo.	- fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente o 10% di un medesimo gruppo.	- fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente OECD.	- fino al 5% nell'impresa promotrice.
	- non permesso investire in obbligazione non quotate dell'impresa promotrice.					- fino al 1% del medesimo emittente non OECD.	- fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente o 10% di un medesimo gruppo.

## APPENDICE III

Tabella 10 - Limiti agli investimenti: un confronto europeo

	UK	PAESI BASSI	BELGIO	SPAGNA	GERMANIA	LUSSEMBURGO	ITALIA
Investimenti in Fondi d'Investimento Alternativi (FIA)	- fino al 49,9% del portafoglio.	- fino al 49,9% del portafoglio.	- fino al 5% nell'impresa promotrice. - fino al 5% in strumenti di un medesimo emittente o 10% di un medesimo gruppo.	- fino al 30% del portafoglio. - 3% dello stesso FIA o 6% dei FIA appartenenti ad uno stesso gruppo.	- fino al 25% per fondi real estate e simili; 15% in fondi di private equity (fino al 35% insieme ad azioni quotate); 7,5% per altri FIA (fino al 35% insieme ad azioni quotate).	- il valore totale dei titoli non può superare il 5% degli investimenti del fondo. - fino al 15% dello stesso fondo OECD.	- fino al 30% del portafoglio in strumenti finanziari non negoziati su mercati regolamentati e in FIA. - fino al 20% del portafoglio in FIA. - fino al 25% di un singolo FIA.

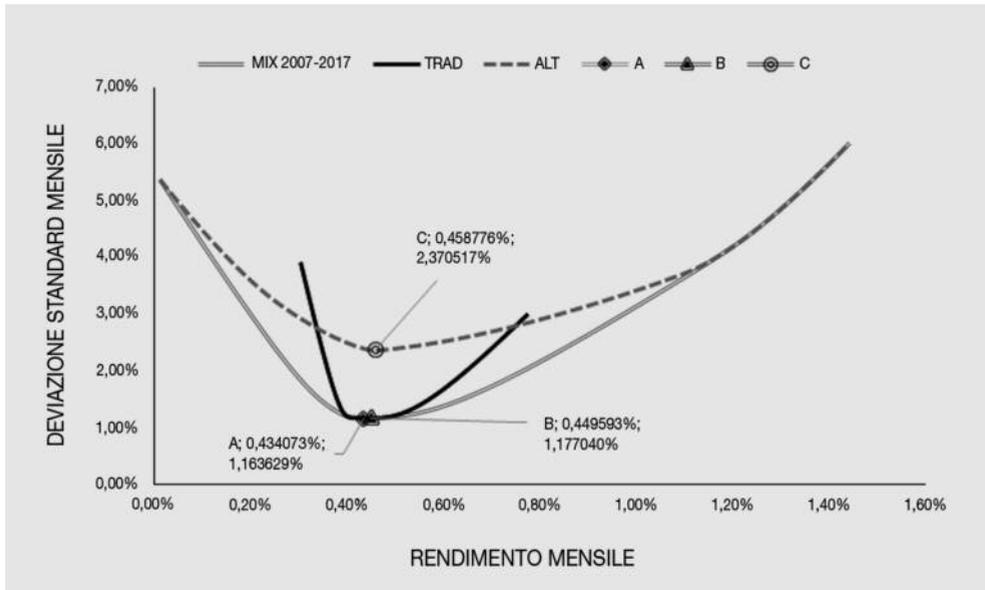
Fonte: Studio legale "Clifford Chance".\*

\*I dati sono stati forniti dallo studio legale Clifford Chance all'unico fine di offrire un contributo – nell'ambito di uno studio scientifico della materia – alla ricognizione della normativa europea in tema di fondi pensione, alla data dell'analisi, senza alcuna pretesa di completezza; nessuno è autorizzato a fare affidamento sui dati forniti alla stregua di un parere legale, a qualsivoglia scopo.



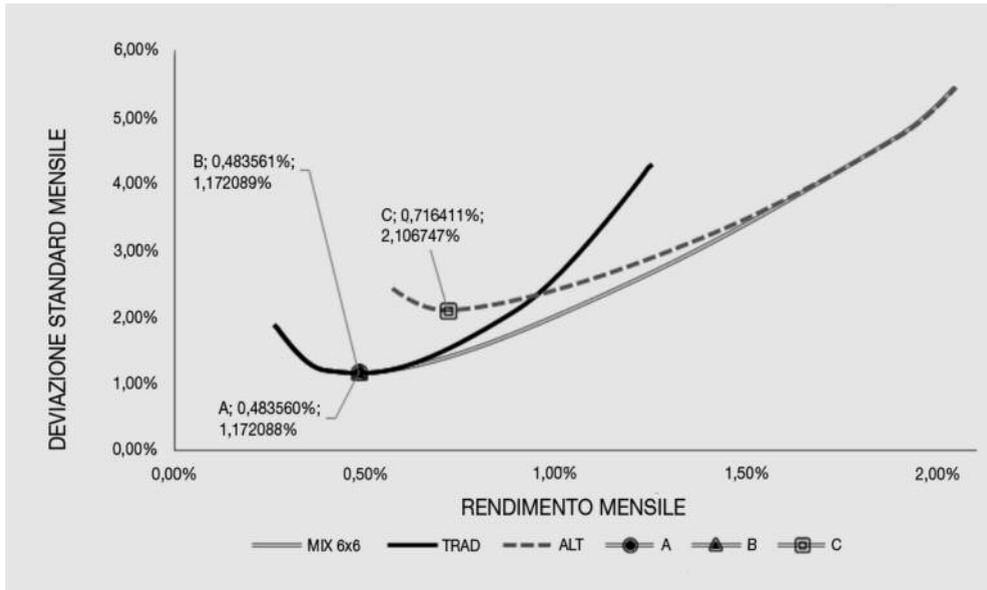
## APPENDICE IV

Grafico 6 - Frontiera con 12 indici (2007-2017)



Le frontiere riportate nel Grafico 6 sono state costruite, seguendo la metodologia descritta nel paragrafo 3.3.3.1, a partire dalle serie storiche delle quotazioni degli indici Bofa Merrill Lynch Euro Government Index, Morningstar Global Government Bond Index, Russel 2000, BLOOMBERG Barclays Global High Yield Total Return Index, BLOOMBERG Barclays Global-Aggregate Total Return Index, MSCI World Index, per quanto concerne la macro-categoria degli asset tradizionali e dalle serie storiche degli indici di cui alla Tabella 3 per quanto concerne la macro-categoria degli asset alternativi.

Grafico 7 - Frontiera con 12 indici (2012-2017)



Le frontiere riportate nel Grafico 7 sono state costruite, seguendo la metodologia descritta nel paragrafo 3.3.3.1, a partire dalle serie storiche delle quotazioni degli indici Bofa Merrill Lynch Euro Government Index, Morningstar Global Government Bond Index, Russel 2000, BLOOMBERG Barclays Global High Yield Total Return Index, BLOOMBERG Barclays Global-Aggregate Total Return Index, MSCI World Index, per quanto concerne la macro-categoria degli asset tradizionali e dalle serie storiche degli indici di cui alla Tabella 3 per quanto concerne la macro-categoria degli asset alternativi.