

Capitolo 5

MODELLI GESTIONALI NELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE

Proseguendo nel nostro ideale percorso di conoscenza del funzionamento dei fondi pensione, vediamo ora con quali tecniche e modalità possono essere gestiti i contributi che affluiscono alle “casse previdenziali”; cercheremo di farlo senza entrare in complicati tecnicismi che poco servono sia agli addetti ai lavoro sia ai potenziali aderenti, pur mantenendo, per quanto possibile in una trattazione divulgativa, il rigore del ragionamento. Le scelte finanziarie e di gestione dei fondi pensione rispondono sostanzialmente alle stesse logiche utilizzate nelle altre forme di risparmio gestito accessibili ai risparmiatori (per esempio i fondi comuni di investimento, le gestioni patrimoniali), ma se ne discostano per un aspetto che caratterizza il mondo previdenziale: il maggiore orizzonte temporale di investimento. In questo capitolo tenteremo di fornire al potenziale aderente ai FPC degli spunti di riflessione connessi in maniera più o meno evidente all’orizzonte temporale e in tale contesto saranno presentati anche degli accenni alle differenti modalità di gestione. Spunti e accenni che vogliono essere un utile vademecum (il c.d. “Vademecum Previdenziale”) per l’investitore per le sue scelte previdenziali. L’analisi sarà concentrata in particolare sui fondi a “*contribuzione definita*”.

5.1 Le diverse tipologie di gestione delle risorse e le attese degli aderenti

I fondi pensione funzionano secondo il principio della capitalizzazione che consiste nel contabilizzare e gestire le contribuzioni in conti individuali; ciascun aderente affida quindi al fondo la gestione sul lungo periodo delle proprie risorse pensionistiche complementari e nel momento in cui matureranno i diritti alle prestazioni, riceverà una rendita, o in parte un capitale, in base ai risultati effettivi (*il rendimento*) raggiunti dalla gestione di quel portafoglio previdenziale.

5.1.1. Effetti dei rendimenti sulle prestazioni finali

Lo scopo principale della previdenza integrativa consiste nel garantire in futuro un tenore di vita analogo o comunque in linea, con quello realizzato dall’aderente al fondo nel corso della sua vita lavorativa. A seconda dell’età lavorativa dell’aderente si configureranno quindi diversi orizzonti temporali, più o meno lunghi, all’interno dei quali realizzare il proprio

obiettivo di “integrazione previdenziale”. Inoltre, si dovrà anche tener conto di come le esigenze ed il connesso profilo di rischio/rendimento cambino fisiologicamente nel tempo in base all'avvicinarsi del singolo all'età pensionabile. E' facile comprendere come un lavoratore di 25 anni abbia una prospettiva di contribuzione molto più lunga ed una propensione al rischio molto più alta rispetto ad un lavoratore di 58 anni. Intuitivamente ci si aspetta che i due si posizionino, nelle rispettive scelte previdenziali, su profili di rischio/rendimento differenti, scegliendo il primo un profilo più rischioso mentre il secondo una posizione più prudente considerando l'avvicinarsi della pensione. La storia recente dei fondi pensione e l'assoluta preponderanza delle risorse gestite pressoché interamente su profili obbligazionari/monetari è in contrasto con tale intuizione, sottolineando la mancanza di differenziazione dei profili di rischio/rendimento prescelti dagli aderenti ai fondi indipendentemente dalla rispettiva posizione contributiva/età.

Un primo passo nel Vademecum Previdenziale su descritto è fornire due primi spunti di riflessione o se vogliamo due vere “provocazioni” riguardanti:

1. La rilevanza dell'impatto, sul risultato finale della gestione previdenziale, di variazioni anche minime dei rendimenti annuali su orizzonti temporali lunghi;
2. Un'adeguata considerazione delle prospettive di rendimento e delle fonti di rischio offerte dalle diverse classi di attività finanziarie (ed in particolare da quella azionaria) in orizzonti temporali di tipo previdenziale. Questo spunto è di particolare interesse data la possibilità per il lavoratore di aderire a dei fondi pensione *multicomparto*, con diversi profili di rischio/rendimento adattabili alla propensione al rischio ed all'orizzonte temporale prospettico di contribuzione di ciascun aderente.

In merito al primo spunto di riflessione, l'impatto del risultato di gestione annua sul lungo periodo appare evidente se ci riferiamo ai grafici di seguito riportati, dove vengono messi a confronto i rendimenti di un'ipotetica gestione finanziaria previdenziale, sulla base di differenti rendimenti annui.

Nella *Figura 5.1* un **versamento iniziale** di 100 Euro viene capitalizzato a tre differenti tassi attesi di rendimento (rispettivamente 2.0%, 2.5% e 3.5%) che ipotizzano i relativi risultati della gestione finanziaria del fondo previdenziale, per un orizzonte temporale stimato pari a 35 anni.

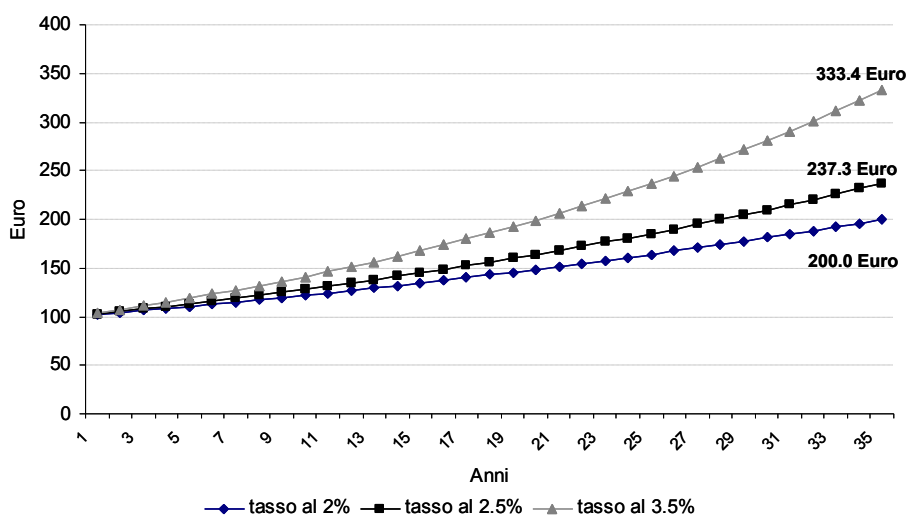


Figura 5.1

Come si può notare variazioni anche minime di rendimento pari allo 0.5% o all'1.5%, spostano pesantemente sul lungo termine i risultati finali della gestione. Si passa quindi da un risultato finale di gestione pari a 200 Euro (il doppio del capitale investito), nel caso di un tasso del 2.0%, a 333.4 Euro (più del triplo del capitale investito) nel caso di un tasso del 3.5%.

La Figura 5.2 si riferisce al caso di un **versamento annuale** di 100 Euro capitalizzato ai tassi di interesse utilizzati in precedenza (2.0%, 2.50% e 3,5%) su un orizzonte temporale di 35 anni. Anche in questo caso l'impatto dei differenti tassi attesi di rendimento incide notevolmente sui risultati della gestione finanziaria del fondo previdenziale: i forti impatti delle variazioni dei rendimenti attesi evidenziati nella Figura 5.1 sono qui parzialmente attenuati dalla periodicità annuale del versamento (che configura una sorta di piano di accumulo previdenziale). Si noti comunque come, nel caso di un rendimento atteso del 2.0% il risultato finale della gestione sia pari a 5.100 Euro (a fronte di una somma dei versamenti effettuati nel tempo pari a 3.500 Euro), mentre ben superiore e pari a 6.900 Euro sarebbe il risultato della gestione riveniente dagli stessi versamenti periodici capitalizzati nel tempo ad un tasso del 3.5%.

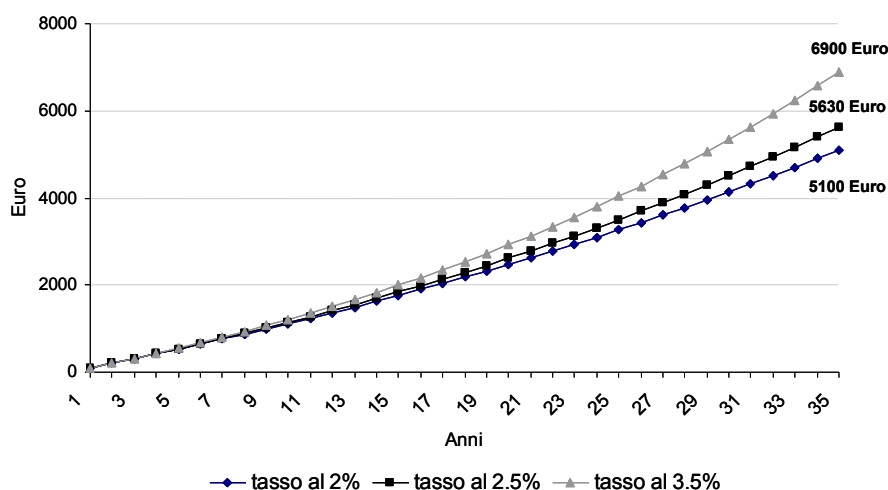


Figura 5.2

Proseguendo nel ragionamento, un'adeguata considerazione degli effetti rilevanti di diversi rendimenti annuali della gestione previdenziale è possibile “calandoci” in un caso concreto: si ipotizzi di utilizzare per il calcolo delle prestazioni il “metodo contributivo” (previsto per il sistema pubblico) e si adotti, a titolo di esempio, il caso di un lavoratore venticinquenne che ha davanti a sé quarant'anni di vita lavorativa ed un periodo di contribuzione di 35 anni. A seconda del reddito annuo lordo percepito, si configureranno differenti scenari previdenziali. Nella *Figura 5.3* si illustra a titolo esemplificativo il capitale maturato al variare dei tassi di rendimento che ipotizziamo rispettivamente pari al 2.0%, 2.50%, 3.50% e 4.00%. L'esempio è stato sviluppato considerando tre situazioni retributive: 25.000, 34.000 e 50.000 Euro di retribuzione annua lorda. Il contributo fisso annuo, che è stato arrotondato per semplicità di calcolo, si basa sull'ipotesi di un versamento dell'1.5% da parte del lavoratore, 1.5% a carico del datore di lavoro e l'intera quota di TFR (6.91%). Nel caso C il contributo fisso annuo è stato volutamente aumentato e considerato pari a 5.164 Euro, per tener conto del limite massimo di beneficio fiscale attualmente in vigore. Inoltre, per non rendere l'esempio troppo complesso, per nessuna delle variabili è stato considerato l'effetto inflattivo; si è considerato un livello di contribuzione annuo fisso (senza tener conto di eventuali incrementi di stipendio) ed al contempo si è ipotizzato che il tasso di rendimento della gestione resti fisso nel tempo.

Profilo		A	B	C
Reddito Annuo lordo		25,000	34,000	50,000
Contributo fisso annuo		2,500	3,500	5,164
Capitale maturato dopo 35 anni di contributi	2.00%	127,486	178,480	263,335
	2.50%	140,754	197,055	290,740
	3.50%	172,519	241,527	356,355
	4.00%	191,496	268,094	395,554

Figura 5.3 – Montante finale in funzione del reddito annuo e del tasso di rendimento. I dati sono espressi in Euro.

Si evidenzia come prendendo ad esempio il profilo B (34.000 Euro di reddito annuo lordo) ed ipotizzando una capitalizzazione al 2.50%, maturata l'età pensionabile, il lavoratore abbia accantonato un capitale pari a 197.055 Euro.

Ipotizzando, in linea con quanto indicato nel capitolo 7, che all'età di 65 anni il *coefficiente di conversione del capitale* sia pari al 5.62%, si evidenzia come, in base a quanto riportato in *Figura 5.4*, il lavoratore avrebbe diritto ad una rendita annua lorda pari a 11.074 Euro.

Profilo		A	B	C
Rendimento Annuo lordo	2.00%	7,165	10,031	14,799
	2.50%	7,910	11,074	16,340
	3.50%	9,696	13,574	20,027
	4.00%	10,762	15,067	22,230

Figura 5.4 – Il rendimento annuo al variare del profilo e del tasso di capitalizzazione. Dati espressi in Euro.

Concentrandoci sul caso B, (un salario ipotizzato costante a 34.000 Euro) è chiaro come, realizzare nel corso della vita contributiva un rendimento del 2% piuttosto che del 4%, consente di ottenere una rendita annua aggiuntiva pari, rispettivamente, al 29% ed al 44% del salario lordo: è evidente il diverso impatto rispetto alla preservazione del tenore di vita. Va comunque sottolineato come tale sensibile effetto dipenda anche dal lungo orizzonte contributivo ipotizzato: differenze di rendimento atteso come quelle suindicate su un orizzonte temporale più limitato (ad esempio 5 anni) darebbero luogo ad un impatto molto meno significativo.

Le voci principali dalle quali dipende un rendimento atteso sono sostanzialmente tre:

- a. le attese di rendimento delle “Classi di Attivo”¹ in cui va ad investire il Fondo Pensione in modo strategico;

¹ Per Classi di Attivo qui identifichiamo in prima approssimazione delle macro categorie di attività finanziarie del tipo Azioni, Obbligazioni, Immobiliare, Hedge Funds etc. Ciascun Fondo individua la sua Asset Allocation Strategica, ossia la ripartizione delle risorse in gestione tra le diverse Classi di Attivo, coerentemente con il c.d. Benchmark (ossia l'indice composito o singolo, definito come media ponderata di indici di mercato di diverse Classi di Attivo o come un indice di mercato di una singola Classe di Attivo).

- b. l'abilità del gestore del fondo nel cogliere le puntuali opportunità offerte dai singoli strumenti di investimento nell'ambito delle diverse Classi di Attivo;
- c. i costi della gestione.

Dei punti b) e c) si accennerà in seguito in sede di descrizione della gestione finanziaria; qui è opportuno introdurre il secondo spunto di riflessione² su accennato sulle diverse Classi di Attivo ed in particolare delle Azioni e sulla rilevanza che un uso di questo comparto può assumere in caso di investimenti con un orizzonte di investimento di tipo previdenziale.

Uno dei capisaldi della finanza e della gestione di portafoglio è che rendimento atteso e rischio siano due facce della stessa medaglia: rischio e rendimento però non sono delle costanti fisiche misurabili in natura, sono piuttosto delle variabili che possono essere stimate³ sulla base di dati storici adeguatamente trattati. E' un fatto che alla Classe di Attivo "Azioni" sia associata spesso una visione speculativa di forti opportunità di guadagno, a fronte di un significativo rischio assunto. In realtà tuttavia la percezione del rischio delle Azioni fa raramente riferimento all'orizzonte temporale di investimento che invece è un aspetto fondamentale della finanza previdenziale; a questo fine è significativo il legame, illustrato dai grafici⁴, che i dati storici hanno evidenziato tra il rischio dell'investimento azionario e l'orizzonte temporale di investimento. A tal fine viene utilizzato un *data base* storico molto lungo, dall'inizio del 1800 al 2002, il che ci consente di "testare" anche logiche previdenziali trentennali.⁵

Un primo grafico⁶ (come rappresentato in *Figura 5.5*) riporta gli indici di Total Return (ossia comprensivi di dividendi e cedole reinvestite e di eventuali apprezzamenti di capitale) di diverse Classi di Attivo: Azioni, Obbligazioni a lungo ed a breve termine (rispettivamente indicati come Bonds e Bills), Oro e Dollaro nel lunghissimo periodo di tempo considerato. Il grafico ben evidenzia l'assoluta predominanza dell'indice azionario total return (in termini reali, ossia al netto dei fenomeni inflattivi) rispetto agli altri indici: la prima osservazione che viene alla mente riguarda il rischio che si corre nell'"accedere" a tale fonte di maggior rendimento.

² Un utile riferimento sull'argomento è il lavoro fondamentale "Stocks for the Long Run" del prof. Jeremy J. Siegel, edito da Mc Graw Hill.

³ Con tutte le approssimazioni connesse a qualsiasi tipo di stima.

⁴ Tratti dal testo su citato del prof. Siegel.

⁵ I dati raccolti dal prof. Siegel fanno riferimento all'economia americana, ma possono essere molto utili nella nostra trattazione a dimostrare l'importanza del legame rischio azionario / orizzonte di investimento.

⁶ Si tratta di un grafico su scala logaritmica che di solito viene utilizzato dagli economisti per rappresentare graficamente tutti i dati di lungo periodo, assicurandosi che a distanze verticali equivalenti corrispondano, ovunque nel grafico, variazioni percentuali equivalenti di rendimento.

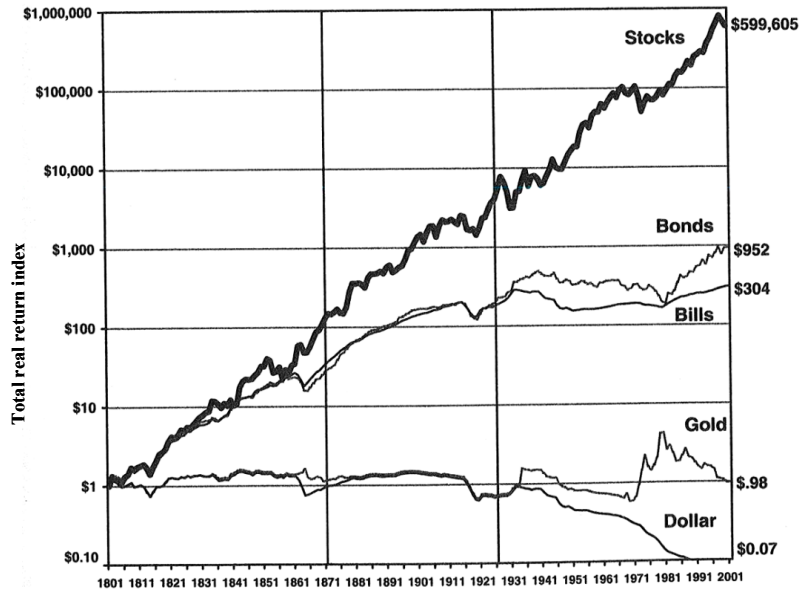


Figura 5.5 – Total real return indexes 1802- 2001

Ci supporta a tale proposito il grafico di *Figura 5.6*, che evidenzia il legame tra il rischio di due Classi di Attivo (obbligazioni ed azioni) e *l'holding period* (ossia periodo di investimento): è chiaro come il rischio azionario, inteso qui come massimo rendimento negativo (in termini reali) realizzato – nel corso dei 200 anni di analisi – nei diversi periodi di investimento, si sia mostrato significativamente più elevato in periodi brevi, fino a 5 anni, mentre per periodi dai 10 anni in su si è addirittura mostrato più limitato, in termini reali, rispetto ad investimenti in obbligazioni. Il grafico evidenzia in modo chiaro ed esplicito uno dei motivi, se non il motivo principale, della comune avversione all'investimento azionario, in particolare in materia previdenziale: il focus sulla visione a breve termine, che defocalizza sulle possibilità a lungo termine.

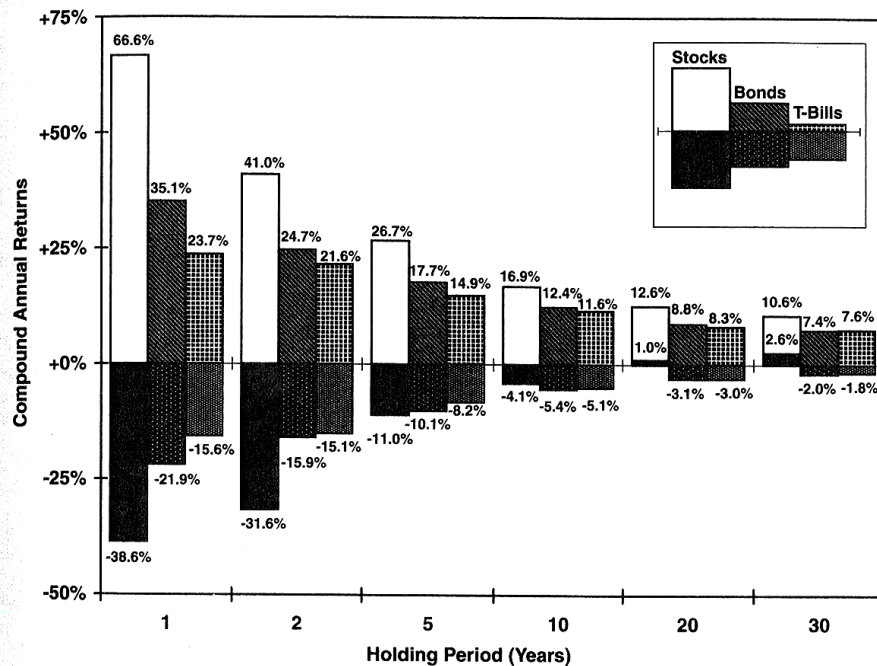


Figura 5.6 – Rendimento reale massimo e minimo per periodo di investimento 1802- 2001

I due spunti di riflessione riportati in questo paragrafo sottolineano, in ultima istanza, la necessità di un approccio proattivo da parte dell'aderente al fondo nella scelta del comparto che non può trascurare, certamente, la propria propensione al rischio ma, d'altronde, non può prescindere dall'orizzonte temporale prospettico di investimento, nell'ottica di un assicurarsi la concreta possibilità di generare un'adeguata integrazione previdenziale.

5.2 La gestione finanziaria

Intendiamo qui di seguito per gestione finanziaria l'adozione da parte del gestore del fondo pensione di tecniche di “*asset management*” (i.e. gestione del portafoglio), ovvero di “*capital markets*” (tipiche dei mercati finanziari), al fine di produrre un rendimento dall'utilizzo delle risorse investite. Nel caso di una gestione di tipo previdenziale, a fronte di un flusso costante e corrente di entrate durante il periodo di contribuzione ai fondi pensione, costituite dai versamenti dei lavoratori e/o dei datori di lavoro, si avranno in futuro dei flussi in uscita volti a pagare le prestazioni maturate.

In questa tipologia di fondi pensione quindi l'equazione tra *attivo e passivo* è sempre verificata e l'orizzonte di investimento è *medio-lungo*.

Una distinzione importante si pone a questo punto fra i fondi pensione *monocomparto*, che prevedono per tutti gli aderenti, indipendentemente da età e propensione al rischio, un'unica linea di investimento e fondi pensione *multicomparto*, ove l'aderente ha in realtà la possibilità di optare ex ante e poi successivamente, durante la vita lavorativa, per differenti linee di investimento che si caratterizzano per profili di rischio/rendimento diversi. In merito a quest'ultima tipologia di fondi, che sta sempre più affermandosi nel panorama della previdenza complementare, va sottolineato come risulti essenziale fissare per regolamento i parametri che definiscono le condizioni per i trasferimenti tra le differenti linee di investimento: ciò al fine di evitare eventuali azioni di trading e/o speculazione da parte degli aderenti. Alcuni modelli esteri di previdenza complementare, prevedono ad esempio un progressivo slittamento delle posizioni degli aderenti verso linee più conservative al trascorrere del tempo, in un'ottica di riduzione del rischio, all'avvicinarsi del momento di godimento delle prestazioni maturate (sono i cosiddetti modelli *Life Cycle*).

5.2.1 La composizione degli investimenti dei fondi pensione italiani e di quelli dei principali paesi europei

Prima di affrontare i differenti approcci di gestione in grado di ottimizzare i rendimenti sotto i vincoli normativi e regolamentari in precedenza indicati, vediamo brevemente qual'è attualmente l'asset allocation, ossia la ripartizione delle risorse tra le principali Classi di Attivo, delle principali categorie di fondi pensione.

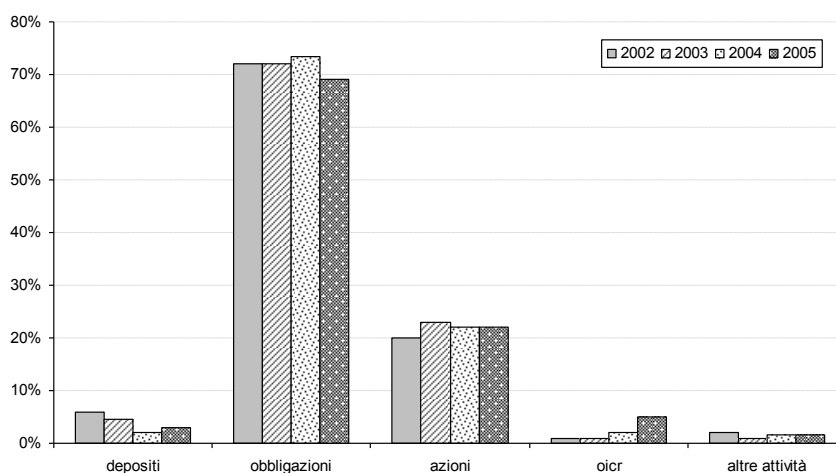


Figura 5.7 – L'Asset Allocation nei Fondi pensione aperti. Fonte Relazione Covip 2005

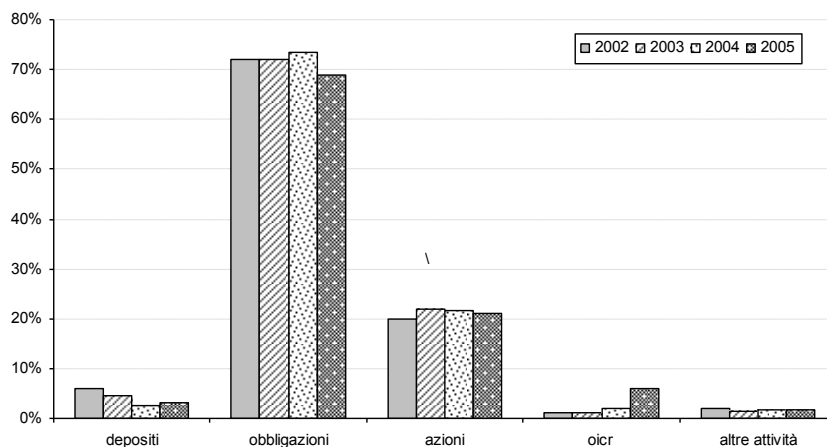


Figura 5.8 – L'Asset Allocation nei Fondi pensione chiusi. Fonte Relazione Covip 2005

Come si può facilmente osservare dai dati riportati dal 2002 al 2005 (Figura 5.7 e Figura 5.8) resta comunque presente, sul mercato italiano, uno sbilanciamento delle gestioni previdenziali complementari verso il settore obbligazionario. In realtà, dalla relazione Covip 2005, risulta

innegabile la presenza di un modello di gestione che potremmo definire “generalista” e che focalizza i propri sforzi di gestione su linee bilanciate/obbligazionarie.

Vediamo brevemente cosa succede negli altri paesi europei, in merito all’asset allocation dei fondi previdenziali. La *Figura 5.9*⁷ evidenzia la ripartizione tra tre principali Classi di Attivo (azionario, obbligazionario, altro) per sette paesi chiave.

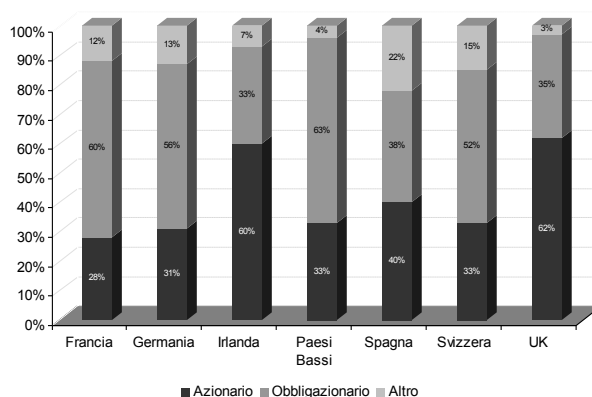


Figura 5.9 - Asset Allocation di fondi pensione che adottano benchmark di riferimento propri

Appare subito evidente come fondi Inglesi ed Irlandesi continuino ad avere un’esposizione importante all’azionario, arrivando rispettivamente al 62% e al 60%; nel 2003 i fondi Inglesi avevano un’esposizione all’equity pari addirittura al 68%.

L’Europa continentale resta invece più sbilanciata sui bonds, con un’esposizione nel mercato Olandese che raggiunge il picco del 63%. In Italia, in base ai dati Covip 2005, l’esposizione obbligazionaria media risulta pari a circa il 70%.

A livello di dato aggregato per il 2006 l’asset allocation per l’Europa, escludendo lo UK, risulta ripartita tra un 40% azionario, 50% obbligazionario ed un residuale 10% in altre attività⁸.

I paesi della zona Euro utilizzano benchmark azionari della zona Euro per confrontare le performance registrate, anche se con alcune eccezioni, come ad esempio l’Irlanda dove è consentito il ricorso a benchmark “domestici”⁹ in aggiunta a quelli della zona Euro.

⁷ Fonte: “European institutional market place overview 2006” Mercer investment consulting.

⁸ Fonte: “European institutional market place overview 2006” Mercer investment consulting.

⁹ Il concetto di “domestico” si riferisce al domicilio del fondo ovvero del benchmark prescelto per la valutazione delle performance.

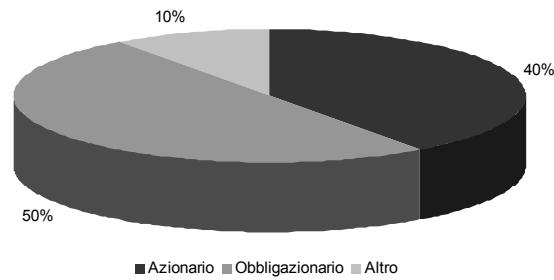


Figura 5.10 - Asset allocation di fondi pensione per l'Europa, escluso UK

In merito alla componente obbligazionaria si ricorre per lo più a benchmark della zona Euro, salvo qualche eccezione, come la Svizzera, che utilizza benchmark locali. Si evidenzia inoltre come una parte rilevante di fondi olandesi e portoghesi abbia iniziato a conferire potere discrezionale ai managers per investire in mercati del debito emergenti e ad elevato potenziale di rendimento attraverso degli swap¹⁰.

A parte l'obbligazionario e l'azionario, dove vengono investite le restanti attività nei fondi pensione europei? La Figura 5.11¹¹ illustra come una parte rilevante sia investita nell'immobiliare; un'ulteriore fonte di investimento sfruttata dai fondi europei è rappresentata dagli hedge funds ossia dalla gestione alternativa ed infine una minima parte dal private equity che tuttavia potrebbe essere sempre più utilizzato in futuro.

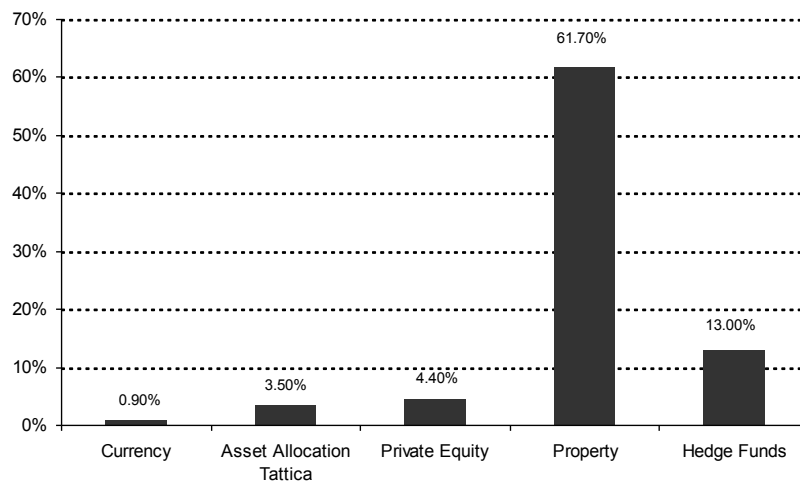


Figura 5.11 - Proporzione di fondi che investono nelle principali asset class alternative

¹⁰ Swap: Lo swap è un contratto derivato **OTC** (*over-the-counter*), cioè non standardizzato e non trattato sulle piazze finanziarie. In generale, per swap si intende "scambio" (traduzione praticamente letterale dal termine anglosassone) di capitali e/o flussi di interesse o di importi indicizzati a tassi, divise, azioni, indici di vario genere o una combinazione dei precedenti flussi.

¹¹ Fonte: "European institutional market place overview 2006" Mercer investment consulting.

Occorre tuttavia precisare il carattere assolutamente informativo di questi confronti che hanno il solo scopo di dare una rapida idea dell'asset allocation tipico del mercato italiano, rispetto a quella degli altri Paesi europei; per meglio spiegare queste differenze bisognerebbe considerare anche le differenze dei singoli mercati e della regolamentazione.

5.2.2 *Le prospettive*

Nei prossimi anni è prevedibile che, a seguito di un'auspicabile maggiore informazione in merito alla previdenza complementare e in conseguenza delle previsioni del decreto tese ad ampliare sia le platee dei potenziali aderenti sia i livelli di contribuzione anche mediante conferimento del TFR, si assisterà ad un consistente aumento delle masse gestite. Ciò implicherà necessariamente il superamento degli attuali modelli gestionali e l'utilizzo di ottiche di investimento previdenziale nuove, dove accanto ai principi ispiratori di una "gestione sana e prudente" vi sia anche il perseguimento sul medio-lungo termine di un rendimento ottimizzato. Come accade ormai nell'ambito dell'investment banking e dell'asset management che sempre più convergono, al fine di trovare nuove fonti di redditività anche nella previdenza complementare si dovrà necessariamente passare attraverso un ampliamento delle *fonti di rendimento*, pur in una cornice di rigoroso controllo del rischio. La linea di tendenza che dovrà emergere nel tempo anche nella previdenza complementare italiana, essendosi del resto la stessa già affermata all'estero, sarà sempre più volta a sfruttare e a trarre vantaggio dalle capacità e dalle competenze finanziarie di operatori specializzati di mercato nell'estrarre valore da tutte le variabili a disposizione.

5.2.3 *La gestione attiva*

Quando, di seguito, parliamo di *gestione attiva* di un portafoglio, ci riferiamo ad una strategia di investimento secondo la quale vi è un intervento diretto e puntuale del gestore che agisce prendendo una sequenza di decisioni di investimento, finalizzate ad ottenere almeno una performance pari a quella di un indice di riferimento, il cosiddetto *benchmark* che il gestore stesso dichiara in anticipo e con il quale è tenuto a confrontarsi in termini di risultati di rendimento e che quindi implicitamente definisce la misura di rischio assunto. Alla base di una simile strategia vi è dunque la scelta di fondo del gestore, di esporre il portafoglio ad un determinato livello di rischio, superiore a quello del benchmark, al fine di generare un *extrarendimento* rispetto a chi investisse direttamente nel benchmark di

riferimento. Si parla quindi, in gergo tecnico, di capacità del gestore di generare *Alpha* rispetto all'indice di riferimento. La capacità del gestore viene tipicamente remunerata grazie alle commissioni di gestione che vengono sottratte alla Nav¹² del Fondo ed alle commissioni di performance che vengono pagate al gestore in misura pari ad una percentuale della sovraperformance del Fondo rispetto a quella del benchmark: la commissione di performance mira a remunerare la capacità del gestore di battere l'indice di riferimento.

Le principali variabili che influenzano la possibilità di successo o meno della strategia di gestione attiva sono legate alla capacità del gestore, nonché alle condizioni di mercato sul quale lo stesso si trova ad operare. In prima approssimazione, ogni gestore ha a disposizione principalmente tre leve per operare una gestione di tipo attivo.

L'**asset allocation**, intesa come scelta iniziale e successivi aggiustamenti in merito all'esposizione del portafoglio ai diversi mercati di riferimento. La scelta iniziale (o *Asset Allocation Strategica*) individua la ripartizione da rispettare a medio/lungo termine tra le diverse Classi di Attivo; gli aggiustamenti successivi (*Asset Allocation Tattica*) mirano a cogliere occasioni o ad evitare evoluzioni negative contingenti del mercato, tramite modifiche non sostanziali dell'Asset Allocation Strategica. L'Asset Allocation viene implementata, basandosi su modelli più o meno evoluti di Media/Varianza o Rischio/Rendimento, sulla base **a)** dei rendimenti attesi e dei rischi connessi a ciascuna Classe di Attivo; **b)** delle attese in termini di rischio/rendimento a livello dell'intero portafoglio gestito; i modelli adottati che consentono di calcolare i pesi da attribuire a ciascuna categoria di attività finanziarie, (individuando così l'Asset Allocation del portafoglio), forniscono risultati strettamente dipendenti dalle stime fatte per i rendimenti e per il rischio e dall'adeguatezza delle misure assunte a rappresentare la rischiosità delle Classi di Attivo considerate. Un' Asset Allocation Strategica di un comparto bilanciato di un fondo pensione potrebbe prevedere (semplificando) il 70% di Obbligazioni Governative Area Euro e il 30% di Azioni Area Euro (il rischio atteso del fondo pensione dipende quindi dal rischio singolo delle Azioni e delle Obbligazioni Area Euro nonché dalla correlazione¹³ tra le due classi di Attivi), perché il gestore identifica in una tale ripartizione (70/30) la combinazione ideale per massimizzare il rendimento atteso del Fondo Pensione, dato il livello di rischio che vuole far correre agli aderenti al comparto. In questo caso il benchmark del fondo, una volta individuati degli indici azionari/obbligazionari rappresentativi delle singole Classi di Attivo, sarebbe (ad esempio) pari al 30% del "Dow

¹² Nav: Net asset value, ossia valore di una singola quota del fondo.

¹³ Per una definizione del concetto di correlazione si rimanda alla nota 20.

Jones Eurostoxx 50”¹⁴ per le Azioni Euro e al 70% del “Euro MTS Global Index”¹⁵ per le Obbligazioni Governative area Euro.

Il **market timing**, ossia la capacità di aumentare o diminuire l’esposizione del portafoglio ai diversi mercati di riferimento sulla base di previsioni sull’andamento futuro dei prezzi, entrando ed uscendo quindi in maniera ottimale da situazioni di mercato in costante mutamento. Nell’esempio di cui sopra, definendo il benchmark come massimo 30% Azioni e minimo 70% Obbligazionario, si lascia la possibilità al gestore di uscire temporaneamente dall’azionario in vista di una “sofferenza” temporanea dei mercati azionari ed in prospettiva di un rientro a seguito di una ipotetica ripresa degli stessi.

Infine lo **stock picking** che consente di selezionare nell’ambito di ciascuna Classe di Attivo, le attività finanziarie in un’ottica volta alla definizione di un portafoglio ricco di attività sottostimate dal mercato, in grado quindi potenzialmente di crescere più del mercato, rispetto a quelle sopra quotate. Nell’esempio di cui sopra il gestore ha la possibilità di ricercare l’esposizione al mercato azionario o investendo in strumenti che replichino “passivamente” il DJ Eurostoxx50 o selezionando singole azioni più o meno “reattive”¹⁶ all’andamento del mercato azionario rappresentato dallo DJ Eurostoxx 50. Uno stock picking portato all’estremo potrebbe generare dei sovra rendimenti significativi, ma a scapito di un rischio eccessivo rispetto al benchmark; la ricerca da parte del gestore di sovraperformance tramite un’esposizione ad un maggior rischio rispetto al benchmark è comunque vincolata e limitata dal mandato di gestione che gli viene conferito e dal monitoraggio successivo e periodico effettuato dall’Istitutore del Fondo.

La gestione attiva, per quanto su riportato, si basa su due **assunti** di fondo tali per cui si ipotizza da un lato che i mercati finanziari *non siano efficienti*, quindi siano incapaci di scontare ed incorporare tutte le informazioni in tempo reale e, come conseguenza, dall’altro che il *gestore sia efficiente*, abbia cioè capacità e strumenti per implementare le strategie

¹⁴ DJ Eurostoxx50 Index: indice composto dai 50 principali titoli azionari di società dell’area EURO appartenenti al settore finanziario, chimico, telecomunicazioni, petrolifero ed energetico (codice Bloomberg SX5E Index).

¹⁵ Euro MTS Global Index: indice rappresentativo del mercato obbligazionario governativo della zona Euro (codice Bloomberg EMTXGC Index).

¹⁶ La reattività delle singole azioni all’andamento del mercato è definitiva convenzionalmente Beta della singola azione. Un Beta tra un’azione ed un indice (o per estensione tra un portafoglio ed un mercato di riferimento) rispettivamente minore o maggiore di 1, attesta la “tendenza statistica” delle variazioni dell’azione (o del portafoglio) ad essere minori o maggiori di quelle dell’indice di riferimento. E’ importante ribadire che il rendimento complessivo dell’azione (del portafoglio) è scomponibile, in prima approssimazione, tra una porzione legata all’andamento del mercato di riferimento (funzione del Beta appunto) ed una porzione non legata all’andamento del suddetto mercato (cosiddetta Alpha o sovrarendimento come su indicato).

finanziarie vincenti, capaci di tradursi in extrarendimento. Sono stati realizzati molti studi (peraltro tra loro contrastanti) a supporto o meno della possibilità concreta per le gestioni attive di generare sovrarendimento; un'interessante serie di ricerche è stata pubblicata¹⁷ su quale dei tre fattori suindicati (Asset Allocation, Market Timing e Stock Picking) abbia maggior peso nel determinare la performance del portafoglio: da tali studi risulta che la performance di gestione dipenda per lo più dalla asset allocation (***in percentuali variabili, a seconda degli studi dal 77% al 94%***). In tal senso va tuttavia sottolineato come la definizione di un'asset allocation efficiente non sia poi così scontata e razionalmente implementabile.

I sostenitori della gestione passiva, evidenziano come nelle strategie di gestione attiva la capacità del gestore influisca sulla performance di breve e medio periodo, mentre nel lungo termine (ottica di investimento indubbiamente vicina alla gestione di tipo previdenziale) l'impatto del gestore sulla performance rileverebbe poco, influenzando di più le rilevanti decisioni strategiche di diversificazione.

5.2.4 La gestione passiva

La gestione passiva può essere sinteticamente descritta come una strategia che mira a costruire un portafoglio di investimento come replica di uno o più indici di mercato adottati quali benchmark. Si parla per questo tipo di gestione di capacità di replicare il mercato e quindi di esposizione "pura" al *Beta*, ossia a quella parte di rendimento del portafoglio che può essere spiegata con i movimenti di mercato. Gli ***assunti*** a sostegno della gestione passiva (diversi e opposti a quelli della gestione attiva) sono, da un lato, l'esistenza di un *mercato efficiente*, in grado quindi di incorporare in tempo reale tutte le informazioni disponibili, e dall'altro, l'esistenza di un' *asimmetria informativa tra chi gestisce il patrimonio e chi lo dà in gestione*. Il primo principio genera la convinzione diffusa che non sia quindi così semplice¹⁸ battere il mercato, ossia realizzare delle performance migliori (*Figure: 5.12, 5.13, 5.14*)¹⁹ o che comunque la capacità dei gestori attivi di sovraperformare il mercato sia, tranne che in debite eccezioni, di breve periodo e legata a situazioni contingenti. Il secondo principio genera nell'investitore il dubbio che proprio per la mancanza di competenze e di informazioni

¹⁷ Tra cui: Brinson, Hood and Beebower, "Determinants of Portfolio Performance" (1986); Ibbotson, R.G./Kaplan P.D.: Does the asset allocation policy explain 40,90 or 100 Percent of Performance? , in Financial Analysts Journal, January/February 2000; The Vanguard Group Inc. "Sources of Portfolio Performance: The Enduring Importance of Asset Allocation" (2003).

¹⁸ In realtà a rigore di analisi teorica, è "impossibile".

¹⁹ Fonte dei grafici: Burton G. Malkiel – Passive Investment Strategies and Efficient Markets, 2003.

sia difficile per lui monitorare e valutare dall'esterno la validità dell'attività del gestore; di qui il ricorso alla gestione passiva.

I tre grafici ben evidenziano come, soprattutto su orizzonti temporali medio-lunghi, sia bassa la percentuale dei fondi gestiti attivamente in grado di sovraperformare i rispettivi benchmark, (considerando le performance al netto dei rispettivi costi di gestione). Va ricordato che sono anche i costi di gestione (più bassi) a favorire la gestione passiva rispetto a quella attiva.

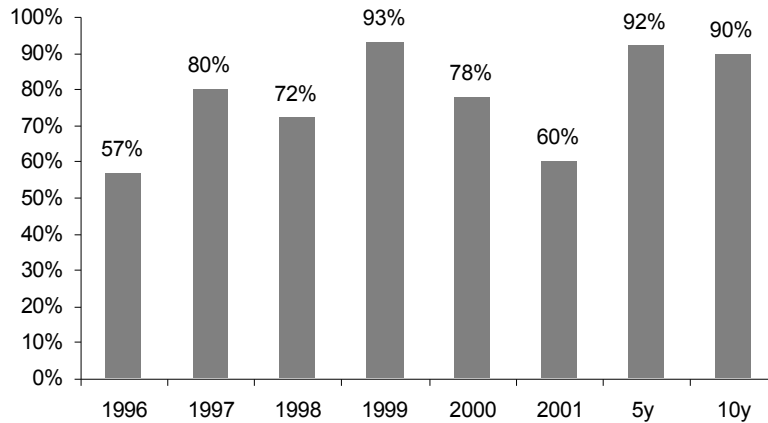


Figura 5.12 - Percentuale dei fondi global bond sovraperformati dall'indice Salomon World Government Bond

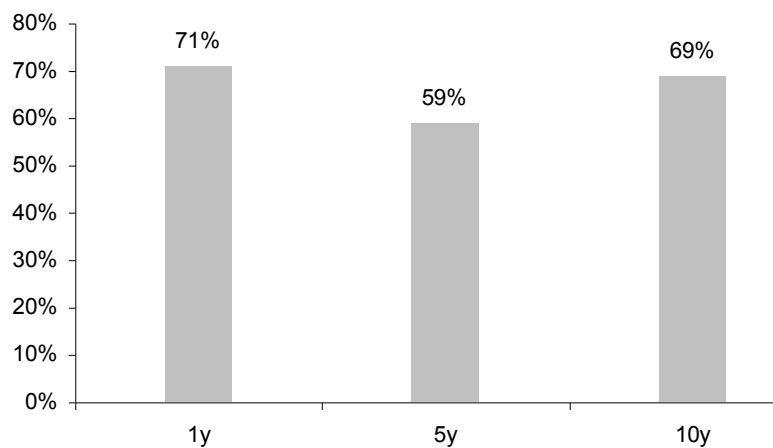


Figura 5.13 - Percentuale dei fondi Europei sovraperformati dall'indice MSCI Europe

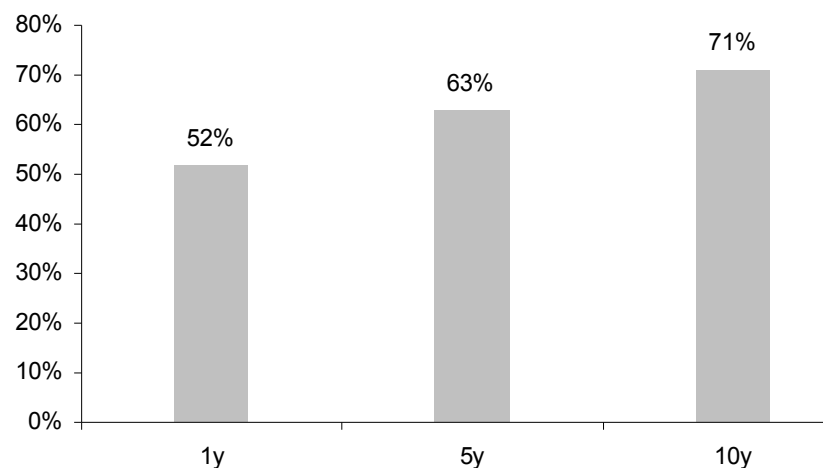


Figura 5.14 - Percentuale dei fondi azionari sovraperformati dall'indice S&P500

Uno strumento ormai molto diffuso in Italia che si allinea perfettamente ai concetti della gestione passiva è rappresentato dagli ETF (Exchange Traded Funds) che tendono sostanzialmente a consentire all'investitore un'esposizione diretta al mercato prescelto tramite uno o più indici di riferimento che corrispondono al benchmark dichiarato dal gestore. Un ETF è sostanzialmente un Fondo o una Sicav, che viene negoziato in Borsa come un'azione, replica molto fedelmente un indice benchmark di riferimento (investe in attività finanziarie nella stessa proporzione dell'indice prescelto) ed è caratterizzato da costi estremamente contenuti data la natura passiva del fondo. Tramite gli ETF è possibile quindi implementare la propria Asset Allocation e ribilanciarla nel tempo prendendo posizione su un intero indice con un'unica operazione di acquisto/vendita, il che consente di evitare l'acquisto/vendita dei molteplici titoli sottostanti all'indice stesso. E' così possibile ottenere la diversificazione desiderata in maniera semplice ed immediata minimizzando le attività (e i costi) di negoziazione. Gli ETF, nel rispetto dei vincoli regolamentari, vengono utilizzati dai gestori – anche attivi – di fondi pensione per l'implementazione del benchmark del fondo stesso.

In definitiva quindi la gestione attiva e la gestione passiva rappresentano due filosofie agli antipodi o due approcci che possono coesistere all'interno di una stessa strategia di investimento? Come vedremo nei paragrafi successivi, l'attuale complessità dei mercati, unita alle molteplici esigenze degli investitori, spinge alla ricerca di ulteriori "fonti di performance" che nascono proprio dalla combinazione tra tecniche di gestione attiva e passiva. Ciò comporta la creazione di stili di gestione misti, la cui ottica consiste nel cogliere il meglio di ciascuno stile in base ai differenti contesti di mercato. Attraverso una strategia mista risulta quindi possibile cogliere interessanti opportunità di rendimento, sfruttando le specifiche competenze dei gestori attivi laddove abbia senso mirare a superare il benchmark per produrre extra rendimento, ritornando invece verso competenze tipiche dei gestori passivi laddove il rendimento atteso non giustifichi una assunzione di rischio maggiore. Quanto discostarsi dal benchmark è una scelta molto importante in quanto, ad oggi, nessuna ricerca o teoria è stata in grado di dimostrare, senza ombra di dubbio, la superiorità della gestione attiva, rispetto a quella passiva.

5.2.5 La Gestione Sistemica

Nell'alveo della gestione passiva si colloca anche la gestione sistematica, una logica di gestione di tipo algoritmico che mira a generare rendimento non solo dalle Classi di Attivo

tradizionali (azioni, obbligazioni, valute ecc), ma anche dalle cosiddette classi di *Attivo Implicite*, a cui peraltro, implicitamente, ci si espone anche nell'effettuare investimenti tradizionali. Un esempio di Attivo Implicito è la "correlazione"²⁰; acquistando un portafoglio di azioni ci si espone alla correlazione tra le stesse e si auspica che le azioni salgano insieme in una situazione di mercato rialzista (quindi che siano positivamente correlate in un mercato rialzista) e che invece non scendano insieme in una situazione di mercato ribassista (quindi che siano negativamente correlate in un mercato ribassista). Le logiche di gestione tradizionali sono esposte a tali attivi impliciti, senza sfruttarne il potenziale di performance. La logica della gestione sistematica mira a costruire dei portafogli, in linea con un rigoroso controllo del rischio, estendendo le Classi da considerare nella costruzione dell'Asset Allocation anche ad attivi quali la *correlazione*, la *volatilità*, i *dividendi* etc. Si tratta di Classi di Attivo a cui si fa sempre più ricorso (specialmente nel caso di fondi pensione esteri) alla ricerca di sovrarendimento in un'ottica di controllo del rischio.

5.2.6 Gli stili di gestione e gli approcci combinati

Una classificazione semplificata degli stili di gestione sin qui accennati è possibile ricorrendo ad un grafico in cui è riportato, sull'asse delle ascisse, il minor o maggior ricorso alla discrezionalità della gestione e sull'asse delle ordinate, il minor o maggior utilizzo di tecniche finanziarie evolute.

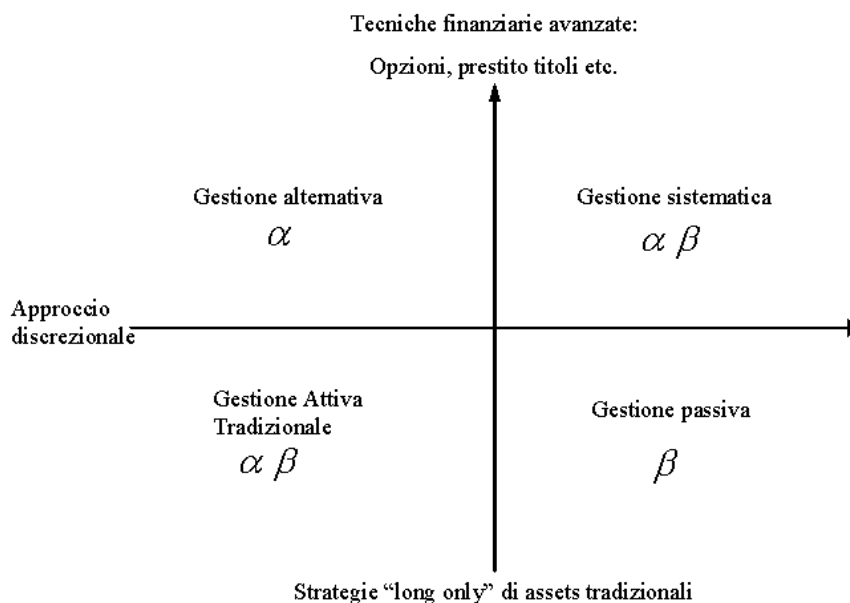


Figura 5.15

Muovendosi da un quadrante all'altro si passa attraverso diversi stili di gestione:

- Gestione Attiva Tradizionale che attraverso l'utilizzo di un approccio discrezionale (seppur nei rispetto dei vincoli imposti dal benchmark) e senza ricorrere a strumenti

²⁰ Per correlazione tra due attività finanziarie A e B si intende la tendenza statistica dei prezzi delle due attività finanziarie a muoversi nella stessa direzione. Due attività si dicono perfettamente correlate (con correlazione pari ad 1) quando, statisticamente, all'aumentare (diminuire) del prezzo dell'una aumenta (diminuisce) anche il prezzo dell'altra; due attività si dicono correlate negativamente quando all'aumentare (diminuire) del prezzo dell'una, tende a diminuire (aumentare) il prezzo dell'altra.

sofisticati²¹ mira a generare rendimento dal Beta (legame con il mercato di riferimento) e dall'Alpha (sovrarendimento indipendente dal mercato tradizionale);

b) Gestione Passiva, che minimizzando la discrezionalità e senza ricorrere a strumenti sofisticati mira alla replica del mercato di riferimento (“puro” Beta);

c) Gestione Sistemica che minimizzando la discrezionalità e ricorrendo a strumenti sofisticati mira a generare rendimento sia dal Beta che dall'Alpha, sfruttando anche le occasioni offerte dagli Attivi Impliciti;

d) Gestione Alternativa che con massima discrezionalità e ricorrendo a strumenti sofisticati mira a generare rendimento dal puro Alpha.

Combinazioni tra Gestione Alternativa e Gestione Sistemica sono spesso utilizzati nei fondi cosiddetti *Absolute Return*, tanto di moda in questo periodo.

Nell'ambito della gestione di un portafoglio si cerca, sempre più spesso di combinare i differenti stili di gestione per sfruttare al meglio le caratteristiche di ciascuno. Le metodologie tipicamente adottate per combinare efficacemente i diversi stili di gestione si basano su una ripartizione del portafoglio gestito in diverse porzioni, all'interno di ciascuna delle quali viene implementato principalmente uno stile di gestione. Ad esempio sul mercato sono di recente affiorate impostazioni di portafoglio di tipo “Core-Satellite”. L'approccio consiste nella suddivisione del portafoglio in *due componenti* che assolvono funzioni specifiche: la “Core” e la “Satellite”. La componente *Core*, in cui viene allocata la maggior parte del capitale investibile, è dedicata alla replica del benchmark della gestione. Si tratta comunemente di investimenti diversificati in asset class tradizionali, il cui scopo è generare i redditi e l'accrescimento di capitale, per assicurare un livello minimo di prestazioni nel lungo periodo – al netto dei costi di gestione. Lo scopo della componente *Satellite* è di generare Alpha, ossia extrarendimento rispetto al mercato, attraverso l'assunzione di *active risk*, e viene perseguito allocando il capitale residuo in prodotti gestiti attivamente o in modo algoritmico.

L'approccio “Core-Satellite” può in realtà essere modulato in base alle specifiche esigenze del fondo pensione, trovando quindi possibili differenti assetti in base all'obiettivo reale di gestione; in tale fattispecie, in un'ottica che miri ad ottenere un rendimento significativo e decorrelato dall'andamento dei mercati, le componenti della parte Core e Satellite,

²¹ Ovviamente la suddetta classificazione è volutamente estremizzata per far cogliere “a colpo d'occhio” l'essenza dei singoli stili di gestione.

comporranno un nuovo portafoglio che potremmo definire “previdenziale”, in cui il Core (il grosso del portafoglio) dovrebbe mirare a generare un rendimento “assoluto” e i satelliti dovrebbero essere di volta in volta costituiti da “scommesse” su singoli mercati (Beta)²².

5.3 La gestione dei fondi pensione con garanzia di restituzione del capitale e con rendimento minimo garantito: le garanzie finanziarie

Alla luce dell’articolo 8, comma 9 del decreto legislativo 252/05 si evidenzia che “*Gli statuti e i regolamenti delle forme pensionistiche complementari prevedono, in caso di conferimento tacito del TFR, l’investimento di tali somme nella linea a contenuto più prudentiale tali da garantire la restituzione del capitale e rendimenti comparabili, nei limiti previsti dalla normativa statale e comunitaria, al tasso di rivalutazione del TFR*”. Ciò significa quindi che i fondi pensione dovranno dotarsi anche delle “linee garantite”.

La garanzia offerta agli iscritti al fondo pensione, fermo restando il principio fondamentale secondo il quale la garanzia è un vincolo non un obiettivo di gestione, restando quest’ultimo la massimizzazione del rendimento in un contesto predefinito di assunzione di rischio, potrà essere di diverso tipo: potrà quindi prevedere la semplice restituzione del capitale versato, oppure assicurare la restituzione del versato rivalutata annualmente ad un dato rendimento minimo. Altro punto essenziale da chiarire, oltre alla natura della garanzia, sarà anche la modalità secondo cui la stessa si rende operativa. Garanzia riconosciuta sempre ed in qualsiasi momento oppure fornita solo in casi prestabiliti (ad esempio premorienza, invalidità permanente, raggiungimento dell’età pensionabile) o ancora soluzioni miste che integrino le due ipotesi. Inoltre un punto fondamentale della discussione è rappresentato dalla riflessione in merito a quale sia il giusto mix tra rendimento atteso e garanzie offerte; infatti il peso di una garanzia eccessiva rischia di compromettere le capacità di performance di un’efficace gestione finanziaria, appesantendola e costringendo il gestore a limitare in maniera drastica le sue capacità di generare Alpha e quindi extrarendimento rispetto al mercato (vedi paragrafo 5.2.5)

A semplice memoria si ricorda che le *linee garantite* prevedono tutte la restituzione del capitale ma alcune offrono anche una garanzia di rendimento minimo prefissato (garanzia giuridica) e altre solo un rendimento in linea con quello prodotto dal TFR ; in questo secondo caso si tratta di una semplice promessa, tutt’al più una “garanzia reputazionale”. Per i potenziali

²² Si confronti, in proposito, l’approccio “reverse core satellite” elaborato da PROMETEIA.

aderenti è quindi importante leggere le note informative, e quindi essere ben consapevoli del tipo di garanzia che si acquista.

Nel caso di “*garanzia giuridica*” il gestore (o il garante che potrebbe essere anche distinto dal gestore) assume un vero e proprio impegno contrattuale a corrispondere, ***immettendo fondi propri***, una determinata somma in caso di mancato raggiungimento dei *promessi* risultati di gestione. Le linee garantite possono, in base ai DM Economia (capitolo 4) essere offerte dai gestori finanziari e assicurativi: Le Compagnie di Assicurazione, attraverso i loro “rami”, offrono, in base alle previsioni dell’Autorità di settore, l’ISVAP, linee “garantite” con rendimenti minimi al 2 % e al 2.5 %. Nelle gestioni finanziarie questa garanzia viene tipicamente gestita ricorrendo a tecniche di “assicurazione di portafoglio” tra le quali quelle di tipo CPPI²³. Il mercato in Italia ha utilizzato prevalentemente soluzioni assicurative, limitando in qualche modo la garanzia al verificarsi di determinati eventi.

Vediamo, di seguito, un esempio semplificato di gestione di tipo CPPI di una linea garantita. Nel caso di una linea garantita, alla scadenza di un orizzonte temporale, ad esempio, quinquennale, il gestore garantisce un risultato finale pari almeno alle risorse investite nel fondo a inizio periodo (a fronte di una Nav iniziale del fondo pari a 100 Euro, il gestore garantisce che il Nav finale del Fondo sia almeno pari a 100 Euro). Le tecniche CPPI prevedono di suddividere inizialmente e ribilanciare successivamente, le risorse del fondo in due categorie di attivi: i cosiddetti Attivi Rischiosi, esposti al rischio di mercato ma con significative potenzialità di performance (tipicamente azioni, fondi azionari e bilanciati) e gli Attivi non Rischiosi, privi o quasi di rischi ma senza possibilità di performance che vadano al di là del rendimento monetario di mercato (depositi, obbligazioni a breve termine, attivi monetari). Il principio di base che segue il gestore/garante è quello di impiegare, giorno dopo giorno, in Attivi Rischiosi la massima percentuale delle risorse da investire²⁴ che sia “compatibile” con la garanzia del capitale a scadenza: tale percentuale viene definita “*esposizione*”. La suddetta valutazione di “compatibilità” fatta dal gestore si basa sui seguenti passi: **A)** in primo luogo da una stima della *perdita massima giornaliera* che possono subire gli Attivi Rischiosi e che, per semplicità, ipotizziamo pari a 20%. In sostanza il gestore valuta che giornalmente gli attivi rischiosi non perdano più del 20%. **B)** una valutazione, ai tassi di interesse di mercato, di un titolo obbligazionario senza cedole (c.d. Zero Coupon Bond) che garantisca 100 euro dopo 5 anni (cosiddetto Bond Floor); ipotizziamo, per semplicità, che ad oggi sia pari a 80 euro. 100 euro è la Nav minima garantita alla scadenza quinquennale del

²³ Constant Proportion Portfolio Insurance.

fondo. **C)** il calcolo del cosiddetto “cuscino”, pari alla differenza tra la NAV del fondo (ad oggi 100 €) ed il Bond Floor (ad oggi 20%). **D)** il calcolo della “esposizione” che in base ai punti precedenti (ABC), oggi è pari al 100%.²⁵

Ad oggi insomma il gestore potrebbe investire il 100% delle risorse del fondo (cioè i 100 €) in Attivi Rischiosi e allo stesso tempo garantire che la NAV finale, dopo i 5 anni, sia pari a 100; ciò perché anche se tali attivi crollassero del 20% (perdita massima giornaliera), riducendo il valore iniziale a 80, il gestore potrebbe vendere tutto e acquistare il Bond Floor che gli consentirebbe di mantenere la promessa iniziale (100 €)²⁶

L’esposizione del fondo agli Attivi Rischiosi (e quindi le possibilità di performance del prodotto) giornalmente diminuisce (aumenta)²⁷ all’avvicinarsi (all’allontanarsi) della Nav del fondo al prezzo del Bond Floor: in altre parole aumenta in mercati crescenti e diminuisce al diminuire dei mercati, fino ad annullarsi definitivamente nel caso di Nav del fondo uguale al prezzo del Bond Floor e conseguente acquisto dello stesso – c.d. monetizzazione).

I principali inconvenienti di una strategia di tipo CPPI sono:

1. la possibilità di una trasformazione di tutti gli assets in portafoglio in un titolo obbligazionario, in uno scenario di forte ribasso dei mercati degli Attivi Rischiosi e/o rialzo del BF, con conseguente “morte finanziaria” del prodotto, ossia l’impossibilità di seguire l’andamento del mercato in caso di ripresa dopo il crollo;
2. l’esposizione ad una variabilità dei mercati: ridurre l’Esposizione agli Attivi Rischiosi in un mercato ribassista ed aumentarla in un mercato rialzista equivale a “vendere basso” e “comprare alto”, con conseguente attenuazione delle potenzialità di performance del fondo.

²⁴ Per semplicità la Nav del fondo, ipotizzata inizialmente pari a 100 Euro.

²⁵ La formula per il calcolo della “esposizione” è il seguente: Esposizione = Cuscino / perdita massima giornaliera, ossia nell’esempio $20\%/20\% = 100\%$.

²⁶ Per semplificare, in questo ragionamento, si è supposto che il prezzo del BF resti fisso; in realtà, nel calcolo giornaliero della “esposizione” si tiene conto ovviamente delle variazioni del BF, conseguenti alle variazioni dei tassi di interesse di mercato.

²⁷ E di converso aumenta o diminuisce l’esposizione agli Attivi Rischiosi.

Un aspetto da considerare nel caso di Portfolio Insurance tramite CPPI è la necessità di trovare un giusto equilibrio tra garanzia e potenzialità di performance: è immediato intuire come volendo garantire anche un minimo rendimento oltre al capitale, aumenta il prezzo del titolo obbligazionario da acquistare in caso di crash dei mercati e, di converso, diminuisce l'esposizione agli Attivi Rischiosi.

Tali considerazioni sono complicate dal caso in cui si faccia riferimento non solo ai versamenti iniziali, ma anche intermedi da garantire a scadenza, esempio tipico di un piano di accumulo previdenziale: in questo caso, a meno di ricorrere a forme avanzate di garanzie esterne al fondo, si rischia di ricorrere a forme di sovra garanzia che da un lato compromettono le potenzialità del prodotto, dall'altro aumentano fortemente la probabilità di monetizzazione definitiva del fondo pensione garantito.

Prevedere dei comparti garantiti equivale a definire delle vere e proprie *passività* dei FPC: introdurre delle garanzie avvicina il mondo dei FPC a “contribuzione definita” a quello dei fondi a “benefici definiti (defined benefit)”. Nel momento in cui il fondo ha delle passività/obblighi definiti in maniera *contrattuale* (nel caso di garanzia giuridica del capitale) o *reputazionale* (nel caso di comparto con obiettivo di rendimento comparabile alla rivalutazione del TFR: “garanzia morale”), o in altro modo²⁸ si rende necessario tener adeguato conto delle passività del fondo (le Liabilities) nella definizione delle modalità di gestione delle risorse del fondo stesso (gli Assets): è questo l'alveo del cosiddetto Asset and Liabilities Management (ALM). L'ALM, che non nasce nel mondo previdenziale, mira a ricercare l'efficienza della gestione correlandola alle caratteristiche *finanziarie, attuariali, contabili* delle Attività e Passività (gli impegni futuri) di una istituzione finanziaria. Un approccio di questo tipo potrebbe essere utilizzato anche per le linee che prevedono la garanzia di un rendimento prefissato o un rendimento “obiettivo”; in tal caso nel definire le soluzioni di gestione/investimento, le si correlerebbe alle passività/impegni del fondo (la garanzia del capitale o il rendimento obiettivo).

5.4 La gestione assicurativa

I fondi pensione, sulla base delle previsioni dell'articolo 6 del decreto possono gestire le loro risorse stipulando convenzioni con Compagnie di Assicurazione che opereranno

²⁸ Nel caso di alcuni fondi esteri è previsto il rispetto di un “funding ratio” minimo ossia all'obbligo regolamentare che il rapporto tra le Attività e le Passività di un fondo non sia inferiore ad un certo livello.

esclusivamente “*mediante ricorso alle gestioni di cui al ramo VI del punto A) della tabella allegata al D. Lgs. 209/05 (codice delle assicurazioni)*”.

In pratica, a differenza da quanto attuato dalle compagnie per gli altri rami assicurativi, si tratta di una vera e propria gestione patrimoniale, simile a quelle dei gestori finanziari, valorizzata a prezzi di mercato e con mix di investimenti e profili di rischio concordati con il FPC. Tale tipologia di gestione è del tutto simile a quelle finanziarie fin qui illustrate, e ad esse si rimanda.

Tuttavia, nella gestione dei cosiddetti **PIP** (piani individuali pensionistici di cui all'articolo 13 del decreto) e nelle gestioni riservate ai **fondi preesistenti**, le Compagnie utilizzano le gestioni di ramo I e V che applicano tecniche differenti da quelle finanziarie. (quelle di ramo III sono in genere legate a fondi o e le Index Linked) (capitolo 3.4). Nelle gestioni di ramo I e V e, recentemente nei confronti dei fondi negoziali attraverso il ramo VI, si stanno affermando sul mercato gestioni assicurative che prevedono alcune garanzie quali la restituzione a scadenza (intesa come data di maturazione del diritto alla pensione o nel caso dei fondi negoziali dopo, ad esempio, 5 anni) del capitale investito, con il riconoscimento di un tasso minimo di rendimento. In tutti questi casi e in altri in cui si preveda comunque un impegno diretto e che potremmo definire “giuridico”, ossia integrato e previsto dal mandato di gestione, è la compagnia assicurativa stessa che si accolla e sostiene il rischio finanziario, attraverso il proprio patrimonio, laddove le promesse esplicitate contrattualmente non dovessero essere mantenute. Come ho suggerito nel capitolo 2, nel caso di garanzie vere (giuridiche) una buona opzione per i gestori è l'adozione delle tecniche di ramo I e V.

Questi “rami” sono gestiti tramite le cosiddette “*gestioni separate*” cioè dei veri e propri fondi interni alle Compagnie di Assicurazione, segregati dal resto delle altre attività, in cui vengono appostate le attività finanziarie a “servizio” degli impegni assunti. La principale differenza tra una gestione finanziaria (un fondo comune) ed una gestione separata sta principalmente nella modalità di calcolo del rendimento; nel risparmio gestito finanziariamente il rendimento è calcolato in base ai valori di mercato rilevati giornalmente mentre in quello assicurativo viene calcolato rapportando il totale dei flussi pagati dai titoli in portafoglio (cedole, dividendi, plus/minus da cessione di titoli), al capitale medio investito.

La gestione separata è suddivisa in due comparti: *l'attivo circolante* e *l'attivo immobilizzato*; i titoli contenuti nel secondo non vengono generalmente movimentati se non a scadenza o in casi particolari che comunque vanno dichiarati all'ISVAP. Nell'attivo immobilizzato (la parte consistente del portafoglio) i valori rilevati non sono quelli di mercato (si immunizza così la

gestione dalle oscillazioni) ma vengono valorizzati al migliore tra il valore di carico (storico) e quello di realizzo, secondo valutazioni prudenti calcolate dagli attuari che le correlano agli impegni assunti. Ciò consente, in una prudente gestione di M/L termine, di evidenziare i rendimenti certi e realizzati, evitando di valorizzare in base a picchi di mercato che poi potrebbero successivamente ridimensionarsi; ciò anche perché i risultati delle gestioni separate vengono consolidati anno per anno. In pratica se nell'anno 1 il risultato di 100 € di investimento è pari a 103, nell'anno 2 il valore resta acquisito e non potrà scendere; se poi è previsto dalla "tariffa"²⁹ assicurativa un rendimento minimo garantito, ad esempio del 2%, alla fine dell'anno 2 il capitale sarà come minimo pari a 105 o maggiore, in funzione dei risultati di gestione.

Infine le Compagnie di Assicurazione giocheranno, nell'ambito dei FPC, un ruolo fondamentale nella gestione delle rendite che potrà essere realizzata anche con i rami I e V. Con le stesse metodiche, gestite in base a calcoli statistici, attuariali e demografici, verranno gestite le cosiddette "polizze collaterali" per la copertura dei rischi di invalidità, premorienza, LCT, disoccupazione involontari e infortuni.

5.5 Conclusioni e indicazioni sull'ottimizzazione della gestione

Per la gestione previdenziale, come abbiamo visto, le regole di base della finanza sono molto simili a quelle del risparmio gestito e così pure gli obiettivi di rendimento atteso e controllo del rischio che, a ben vedere, sono le due facce del Gianco Bifronte della gestione di portafoglio.

Tuttavia in tali gestioni l'ampio orizzonte temporale assume particolare rilevanza ai fini dell'ottenimento di risultati in linea con le aspettative di "integrazione pensionistica" dell'iscritto; in tale ottica, l'aderente al fondo dovrebbe adottare un approccio che: **a)** preveda un'adesione ad un fondo *multicomparto*, al fine di ottenere la massima flessibilità in termini di aspettative attuali e prospettiche, nonché per ribilanciare le scelte iniziali in caso di mutamenti della propria situazione di vita o di lavoro; **b)** tenga conto della propria *propensione al rischio*, rafforzando la personale "*fortezza psicologica*" per reggere allo

²⁹ Per tariffa, in prima approssimazione, si intende il tipo di contratto che prevede il rendimento minimo, le modalità di "retrocessione" del rendimento realizzato all'iscritto (esempio: il 90% del rendimento realizzato dalla gestione separata), le eventuali penali se si disinveste prima della scadenza pattuita nel contratto, il consolidamento dei risultati ottenuti ecc.

“sconforto” connesso ad eventuali periodi di sofferenza del comparto prescelto, considerando che gli obiettivi sono di medio/lungo termine ; parafrasando una affermazione dell’amico Giovanni Palladino: *“guardare alla storia e non alla cronaca”*; c) consideri l’orizzonte temporale di contribuzione atteso, sapendo che: 1) quanto maggiore (minore) è l’orizzonte di contribuzione atteso, tanto maggiore (minore) è l’impatto sull’obiettivo di “integrazione” di una differenza anche non rilevante in termini di rendimento atteso di gestione; 2) il rendimento atteso è tanto maggiore quanto: - più bassi sono i costi di gestione del fondo; - più bravo è il gestore; - più elevato è il rendimento atteso del benchmark del fondo stesso (ad esempio è maggiore, in prima approssimazione, per le azioni rispetto alle obbligazioni); 3) quanto maggiore (minore) è l’orizzonte di contribuzione/investimento tanto minore (maggiore) risulta storicamente il rischio dell’azionario; 4) la propensione al rischio e l’orizzonte temporale di investimento diminuiscono con il passare del tempo.

Qualche commento aggiuntivo sui capisaldi sopra indicati può essere utile. Per quanto in ottica previdenziale a lungo termine, l’adesione ad un comparto (o ad una combinazione di comparti) a rilevante contenuto azionario possa essere una scelta razionale, essa va fatta essendo pienamente coscienti dei rischi di variabilità di rendimenti a cui espone l’azionario (soprattutto nel breve/medio termine) per evitare situazioni di uscita irrazionale dal Fondo nei momenti peggiori (ossia nei momenti di maggior sofferenza). Per quanto sia opportuno minimizzare i costi di gestione, bisogna tener conto che i gestori migliori “si fanno pagare”. E’ opportuna quindi, accanto ad una valutazione dei costi di gestione, una valutazione delle potenzialità di rendimento offerte dal gestore da stimare magari facendo riferimento a dati storici di performance (al netto delle commissioni) rispetto al benchmark (tenendo conto ovviamente del tracking error³⁰ o di misure di rischio alternative). Adeguata considerazione meritano anche i gestori che adottano uno stile passivo che offre i suoi vantaggi soprattutto in un’ottica previdenziale.

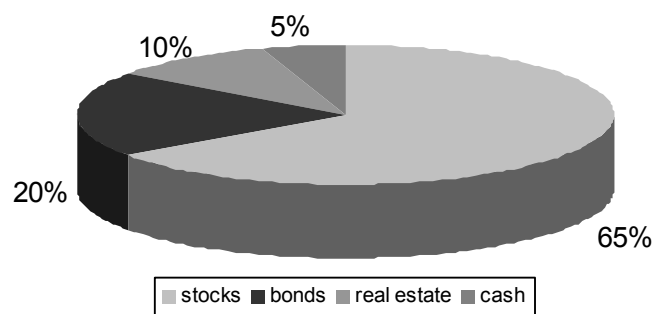
Infine la variabilità nel tempo della propensione al rischio e dell’orizzonte di investimento richiede che una scelta basata sui “capisaldi” su indicati non possa e non debba essere definitiva.

³⁰ Il tracking error è una misura tipicamente utilizzata per monitorare se i rischi assunti dal gestore sono in linea con il mandato di gestione a lui affidato. Misura la “deviazione standard” dei rendimenti del portafoglio rispetto al benchmark; in altri termini la variabilità mostrata dai rendimenti del portafoglio rispetto a quelli del benchmark.

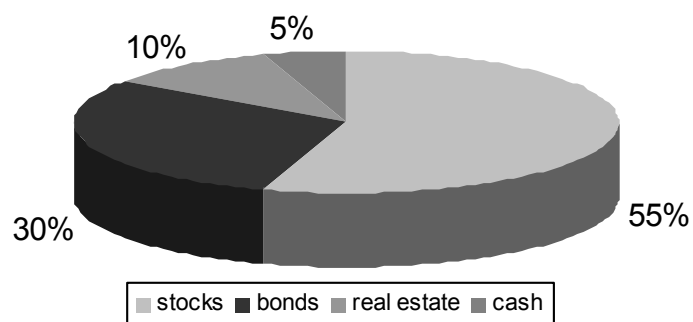
Un approccio da adottare auspicabilmente sarebbe di tipo Life Cycle, basato in altre parole su una scelta di comparti (o di combinazione degli stessi) tanto più “rischiosi” (altrimenti detto con maggiori potenzialità di performance) quanto minore è l’età dell’aderente, per poi passare nel tempo e gradualmente a comparti più conservativi che meglio si adattano alle mutate propensioni al rischio e al residuo orizzonte temporale di investimento.

Essendo l’ottica d’investimento previdenziale di lungo periodo, risulta importante seguire nel tempo le fasi del proprio investimento, traslando quindi la posizione previdenziale da comparti più redditizi e di conseguenza rischiosi, verso comparti più sicuri. Una simile ottica di Life Cycle consentirà infatti di uscire dal mondo lavorativo con una maggiore serenità. Un’esemplificazione del suddetto approccio³¹ (Figura 5.16) nata per il mercato americano e come tale non traslabile sic et simpliciter in Italia potrebbe essere la seguente: per ciascuna classe di età viene riportata una possibile Asset Allocation che risponda alle mutate esigenze dello stile di vita.

Età: 20 anni

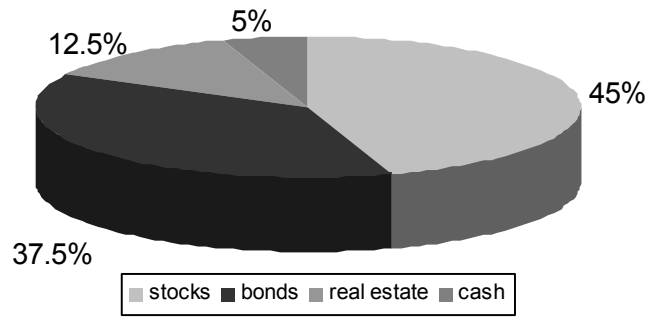


Età: compresa tra i 30 ed i 40 anni



³¹ Tale esemplificazione è tratta da *The random walk guide to investing* – Burton G. Malkiel 2003.

Età: 50 anni



Età: 60 anni

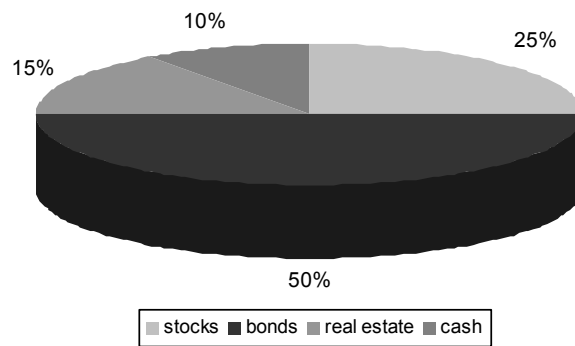


Figura 5.16