



La politica di investimento del Fondo Pensione per gli Agenti Professionisti di Assicurazione

CdA del 27 aprile 2021

Fondo Pensione di Previdenza Complementare preesistente a prestazione definita

Iscritto al n. 1084 della I sezione speciale dell'Albo tenuto dalla COVIP

Indice

Aggiornamenti documento.....	5
DOCUMENTO SULLA POLITICA DI INVESTIMENTO DEL FONDO PENSIONE PER GLI AGENTI PROFESSIONISTI DI ASSICURAZIONE:	3
Premessa.....	5
Caratteristiche generali del Fondo pensione	6
Descrizione	6
Destinatari.....	6
Tipologia, natura giuridica	7
Gestione investimenti.....	7
La politica di investimento del Fondo Pensione Agenti Professionisti di Assicurazione	8
Gli obiettivi della gestione finanziaria.....	10
Il Portafoglio di Copertura (PdC)	11
Il Portafoglio di investimenti Alternativi (PdA)	14
Il Portafoglio di Mercato (PdM)	14
Descrizione PdM e PdA	15
La ripartizione tra PdM e PdA	15
Le probabilità di successo della proposta di Asset Allocation Strategica (PdM e PdA in aggregato)	18
La stima del "Value at Risk" del Portafoglio di Mercato.....	18
Strategia in materia di diritti di voto	32

Allegati

Allegato 1 La definizione di un portafoglio di bond High Yield ed Emerging Markets

Allegato 2 L'Asset Allocation Strategica del PdM e PdA

Allegato 3 I limiti di investimento del PdC

Allegato 4 Delibera CdA su definizione dei poteri di firma ed attribuzione delle deleghe

DOCUMENTO SULLA POLITICA DI INVESTIMENTO DEL FONDO PENSIONE PER GLI AGENTI PROFESSIONISTI DI ASSICURAZIONE:

Num.	Data	Storico	Compilato da	Verificato	Approvato da
0	18/12/2012	Prima emissione	UF	DG	CdA
1	13/11/2018	Aggiornamento documento	UF	DG	CdA
2	01/07/2019	Aggiornamento Allegato 4	UF	DG	CdA
3	07/05/2020	Aggiornamento Allegato 3	UF	DG	CdA
4	19/06/2020	Aggiornamento documento	UF	DG	CdA
5	23/09/2020	Aggiornamento Allegato 4	UF	DG	CdA
6	27 /04/2021	Aggiornamento documento	UF	DG	CdA

Il presente documento costituisce un aggiornamento del documento sulla politica d'investimento approvata dal CdA del Fondo il 13 Novembre del 2018.

Le Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento prevedono che il documento sia sottoposto a revisione periodica, almeno ogni tre anni. L'aggiornamento riguarda modifiche derivanti dal recepimento di deliberazioni assunte dal CdA in materia di:

- adeguamento alla Direttiva UE 2016/2341 (IORP II);
- inserimento delle linee guida relative al processo di selezione dei Fondi di investimento Alternativi (FIA);
- variazione del tasso di rendimento atteso che recepisce la modifica del tasso d'equilibrio, pari al 3,00%, adottato nel Bilancio Tecnico al 31 dicembre 2020 e ridotto in via prudenziale di 25 bps rispetto all'ipotesi utilizzata nelle precedenti valutazioni.

Il presente documento si compone delle seguenti sezioni:

- premessa;
- caratteristiche generali del Fondo Pensione;
la politica di investimento del Fondo:
 - gli obiettivi da realizzare nella gestione finanziaria;
 - i criteri da seguire nella sua attuazione: descrizione delle fasi del processo di investimento;
 - i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo;
 - il sistema di controllo della gestione finanziaria e la valutazione dei risultati conseguiti.

Il documento è redatto dal Fondo Pensione per gli Agenti Professionisti di Assicurazione (di seguito 'il Fondo') secondo le indicazioni stabilite dalla COVIP con la Delibera 16 marzo 2012 e con la successiva Delibera del 29 luglio 2020.

Il presente documento ha lo scopo di definire la strategia finanziaria che la forma pensionistica intende attuare per ottenere, dall'impiego delle risorse affidate, combinazioni rischio/rendimento in linea con gli obiettivi del Fondo. Il documento è soggetto a costante aggiornamento. Esso pertanto non costituisce documentazione contrattuale. Conseguentemente alcuna azione, lamentela o richiesta potrà essere formulata sulla base delle informazioni contenute nel presente documento, se non riportate nello Statuto e nel Regolamento del Fondo che rappresentano i documenti contrattuali che legano l'aderente al FPA.

Premessa

Il presente documento ha lo scopo di definire la strategia finanziaria che il Fondo intende attuare per ottenere, dall'impiego delle risorse affidate, combinazioni rischio-rendimento efficienti in linea con gli obiettivi del Fondo.

Il documento è redatto in conformità alla Deliberazione COVIP del 16 Marzo 2012 recante "Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento", ed alla Deliberazione COVIP del 29 luglio 2020.

che ha introdotto le regole di governance in materia di investimenti.

Il documento indica gli obiettivi che il Fondo mira a realizzare con riferimento all'attività complessiva.

Gli obiettivi sono definiti con riferimento ad un orizzonte temporale coerente con le caratteristiche peculiari del Fondo.

Ogni qualvolta intervenga una modifica della presente politica di investimento, il documento è trasmesso agli organi di controllo del Fondo, al soggetto depositario e, entro venti giorni dalla sua approvazione, alla Covip.

Il presente documento è a disposizione degli aderenti e beneficiari sul sito web del Fondo all'indirizzo www.fonage.it.

Caratteristiche generali del Fondo pensione

Descrizione

Il Fondo Pensione per gli Agenti Professionisti di Assicurazione è un Fondo di previdenza complementare preesistente a prestazione definita disciplinato dall'art. 20 del d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252. Il Fondo attua, a favore degli iscritti, una forma di previdenza complementare del sistema obbligatorio pubblico che contempla trattamenti pensionistici di vecchiaia, di pensione anticipata, di invalidità ed ai superstiti, con esclusione di anticipazioni e prestiti. A tale fine esso provvede alla raccolta dei contributi, alla gestione delle risorse nell'esclusivo interesse degli aderenti e all'erogazione delle prestazioni secondo quanto disposto dallo Statuto e dal Regolamento di esecuzione, nel rispetto della normativa in materia di previdenza complementare per i fondi preesistenti.

Il Fondo è nato in attuazione dell'Accordo Nazionale Imprese Agenti del 1975 e dal 1999 è iscritto alla I sezione speciale dell'Albo tenuto dalla COVIP.

Destinatari

Possono iscriversi al Fondo:

- Gli Agenti professionisti che svolgono attività agenziale in Italia, Stato Città del Vaticano e San Marino per le Imprese aderenti, che risultino iscritti nella sezione A del Registro Unico degli Intermediari assicurativi e riassicurativi (RUI) di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 ed abbiano un mandato agenziale in corso.
- I coagenti, in caso di contratto di agenzia con più Agenti, con conferimento di incarico congiunto e solidale; nel caso di agenzia affidata ad una Società commerciale regolarmente costituita, le persone fisiche indicate all'Impresa assicuratrice preponente come rappresentanti della Società commerciale.
- Sono esclusi gli Agenti, comunque denominati, che svolgano attività solo nel ramo trasporti per conto di una o più Imprese di assicurazione.

Per Imprese aderenti si intendono le Imprese di assicurazione aderenti all'ANIA nonché le Imprese di assicurazione non aderenti all'ANIA che in futuro accettino lo Statuto, il relativo Regolamento di esecuzione e ogni altra norma disciplinante il Fondo.

Tipologia, natura giuridica

Il Fondo è una associazione con personalità giuridica di diritto privato ed è iscritto al n. 1084 della I sezione speciale dell'Albo tenuto dalla COVIP.

Gestione investimenti

La gestione degli investimenti patrimoniali del Fondo si ispira a criteri di prudenza, trasparenza, di diversificazione del rischio, di ottimizzazione dei rendimenti vincolata al profilo attuariale degli impegni verso gli aderenti ed al contenimento dei costi.

E' articolata in due gestioni distinte, entrambe caratterizzate da un modello di gestione simile a quello della gestione separata assicurativa.

- **Ordinaria** (base + aggiuntiva) in cui confluiscono tutti i contributi degli agenti aderenti alla "Gestione Ordinaria" (Art. 7 - IV comma, lett. a) e b) - dello Statuto);
- **Integrativa** in cui confluiscono tutti i contributi degli agenti aderenti alla "Gestione Integrativa" (Art. 7 - IV comma, lett. c) - dello Statuto).

Le due Gestioni sono alimentate dai contributi degli iscritti versati ogni anno, normalmente entro gennaio, in un'unica soluzione.

La politica di investimento del Fondo Pensione Agenti Professionisti di Assicurazione

Il processo decisionale

Il Fondo Pensione per gli Agenti Professionisti di Assicurazione (di seguito “il Fondo”) gestisce direttamente le risorse patrimoniali attraverso un meccanismo decisionale che coinvolge i seguenti soggetti:

- il **Consiglio di Amministrazione (CdA)** definisce la politica d'investimento del Fondo, delibera , le linee guida dell'Asset Allocation Tattica (AAT) del Patrimonio del Fondo, ivi inclusa la politica di rischio e monitora l'andamento della gestione.
- la **Commissione per gli Investimenti (CI)** è un organo consultivo istituito dal CdA. Formula raccomandazioni per l'organo di amministrazione, valuta le proposte del Responsabile dell'Ufficio Finanza del Fondo e del consulente, nonché della Funzione di gestione dei rischi e monitora l'implementazione delle scelte strategiche proponendo al Cda eventuali modifiche rispetto alle decisioni adottate.
- l'**Ufficio Finanza (UF)** si occupa della gestione diretta del patrimonio del Fondo nel rispetto della politica strategica e tattica, della politica di rischio e del sistema dei limiti stabiliti dal CdA, predispone le proposte di modifica di Asset Allocation, sia strategica che tattica, in stretto coordinamento con il Consulente finanziario, monitora l'andamento dei portafogli e relaziona la CI e il CdA sull'andamento dell'attività di gestione.

Processo di investimento di FPA

Procedura ordinaria

- Annualmente delibera la % minima di copertura delle passività da effettuare tramite PdC da cui deriva l'Asset Allocation Strategica (AAS)
- Annualmente delibera l'AA Tattica (AAT) del PdM su proposta della CI
- Delibera il margine di tolleranza della % di copertura del PdC e delle asset class del PdM entro i quali l'Ufficio Finanza può operare.

- Propone al CdA l'AAT del PdM (annualmente a inizio anno)
- Esamina ed esprime parere sulle proposte d'investimento formulate dall'Ufficio Finanza
- Verifica l'attuazione della strategia e monitora l'andamento della gestione.

- Gestisce direttamente i portafogli nel rispetto di quanto stabilito dal CdA
- Predisponde le proposte di modifica dell'AAS e dell'AAT del PdM da sottoporre alla CI
- Relaziona la CI e il CdA sull'andamento della gestione finanziaria
- Illustra alla CI opportunità d'investimento nella categoria degli alternativi da proporre al CdA

CDA
DEFINISCE LA STRATEGIA

COMMISSIONE INVESTIMENTI (CI)
ORGANO CONSULTIVO DEL CDA

UFFICIO FINANZA (UF)
GESTISCE IL PATRIMONIO SECONDO LE LINEE GUIDA DEL CDA

Procedura d'urgenza

- **In caso di livelli intermedi dell'indicatore di rischio** (VaR 5% tra -5,7% e -9,7%) il responsabile dell'ufficio finanza ha la facoltà di eseguire operazioni al fine di ridurre la rischio del portafoglio di mercato e i limiti non si applicano

- **In caso di superamento dell'indicatore di rischio** (VaR 5% inferiore a -9,7%) il responsabile dell'ufficio finanza predisponde una relazione con le proposte operative per ridurre la rischio del portafoglio e richiede la convocazione urgente del CdA per valutare le operazioni da effettuare

Funzione di Gestione dei Rischi

È la funzione di cui si serve il CdA per verificare che la politica di investimento sia rispettata

- Effettua i controlli sull'andamento della gestione e dei singoli portafogli
- Verifica che i limiti d'investimento posti dal CdA siano rispettati
- Riporta al CdA l'esito dei controlli

Gli obiettivi della gestione finanziaria

Dal 2003, il Fondo ha definito gli obiettivi della gestione finanziaria al fine di mantenere l'equilibrio finanziario e ottimizzare la probabilità di conseguire nel medio-lungo periodo un rendimento in linea con quello previsto nel bilancio tecnico-attuariale.

A seguito delle indicazioni contenute nel documento recante le linee guida per la politica d'investimento delle forme di previdenza complementare (Delibera Covip del 16 Marzo 2012) e nel rispetto della normativa che disciplina i limiti di investimento per i fondi pensione (il D.M. del 2 settembre 2014, n. 166), il Fondo ha adottato, a partire dal 2013, un modello strategico di gestione degli investimenti finalizzato a realizzare la copertura degli impegni pensionistici relativi a ciascun anno di gestione.

Poiché le rendite erogate dal Fondo sono determinate col meccanismo della prestazione definita, la politica di investimento del Fondo ha l'obiettivo di coprire le passività collegate ai trattamenti pensionistici a favore degli iscritti.

Alla base del modello di gestione finanziaria scelto dal CdA per l'attività d'investimento vi è l'approccio LDI (Liability Driven Investment) realizzato con tecniche di ALM (Asset Liability Management).

Vengono di seguito descritte le fasi del processo d'investimento del portafoglio del Fondo secondo l'approccio LDI. Le logiche descritte sono applicate ad entrambe le gestioni (Ordinaria e Integrativa).

I criteri da seguire per l'attuazione della politica d'investimento: descrizione delle fasi del processo di investimento

I. L'individuazione delle passività del Fondo (Cash out)

Le passività del Fondo vengono stimate annualmente da uno studio attuariale in occasione della stesura del bilancio tecnico. Le stime hanno un orizzonte temporale esteso fino all'estinzione dell'intera collettività che risulta iscritta alla data del bilancio tecnico (redatto a capitalizzazione composta a gruppo chiuso).

II. La definizione dei portafogli del Fondo Pensione Agenti (Cash in)

Gli investimenti del Fondo sono stati classificati in tre portafogli:

- Portafoglio di Copertura (PdC)

- Portafoglio di investimenti Alternativi (PdA)
- Portafoglio di Mercato (PdM)

Il Portafoglio di Copertura (PdC)

Universo investibile del PdC

E' costituito prevalentemente da titoli di Stato governativi di Paesi dell'Eurozona o emessi da agenzie o enti sovranazionali garantiti da Stati dell'area euro (prevalentemente titoli di Stato italiani delle categorie BTP STRIP, BTP nominali e BTP inflation linked)

Attraverso il PdC è possibile investire anche in obbligazioni societarie o emesse da Paesi Emergenti di tipo investment grade o high yield.

Le obbligazioni investment grade sono quelle caratterizzate da una qualità medio-alta del merito creditizio e da un basso livello di rischio, mentre con il termine high yield sono identificati i titoli caratterizzati da una qualità inferiore del merito creditizio (la soglia in alcune scale di rating è al di sotto del BBB-) e da un più alto livello di rischio. Le obbligazioni dei Paesi Emergenti sono titoli governativi emessi da Paesi come ad esempio Brasile, Cile, Cina, Colombia, Repubblica Ceca, Egitto, Grecia, Ungheria, India, Indonesia, Corea del Sud, Malesia, Messico, Pakistan, Perù, Filippine, Polonia, Russia, Qatar, Sudafrica, Taiwan, Tailandia, Turchia ed Emirati Arabi, etc..¹

Descrizione portafoglio

Le passività del Fondo, calcolate, come detto, dall'attuario annualmente in occasione della stesura del bilancio tecnico, vengono analizzate separatamente con riferimento a periodi distinti:

- a. Oneri relativi alla copertura dei saldi pensionistici (prestazioni che verranno erogate nell'anno meno contributi che verranno incassati nell'anno) per i primi 30 anni;
- b. Oneri relativi alla copertura dei saldi pensionistici (prestazioni che verranno erogate nell'anno meno contributi che verranno incassati nell'anno) per gli anni successivi al trentennio fino al termine del periodo considerato nel Bilancio Tecnico-Attuariale (redatto a gruppo chiuso senza tener conto quindi delle future

¹ Classificazione Paesi Emergenti: <https://www.msci.com/market-classification>.

iscrizioni), cioè fino all'estinzione dell'intera collettività che risulta iscritta alla data del bilancio tecnico.

L'obiettivo primario è destinare una parte consistente del patrimonio alla copertura degli oneri di cui al punto a) attraverso l'impiego in strumenti obbligazionari utilizzati per il *cash flow matching* su tutte le durate. Questi attivi, considerati alla stregua di immobilizzazioni, vengono iscritti nel bilancio civilistico al costo storico e classificati nel portafoglio titoli definito **Portafoglio di Copertura** (di seguito "PdC"). La scelta di un periodo pari a 30 anni è dovuta sostanzialmente a 3 fattori:

- la necessità di individuare un periodo sufficientemente lungo per dare stabilità al progetto di copertura finanziaria degli impegni del Fondo;
- l'esigenza di avere a disposizione un arco temporale sufficientemente lungo per consentire alla quota di attività residue che verranno ricomprese nel **Portafoglio di investimenti Alternativi** (per brevità "PdA"), e nel **Portafoglio di Mercato** (per brevità "PdM") di cogliere le migliori opportunità di rendimento nel lungo periodo;
- l'opportunità di poter disporre di strumenti di copertura efficienti fino alla scadenza a 30 anni.

La parte residua del Patrimonio, destinata a costituire il montante al termine del trentennio necessario alla copertura delle passività residue, dovrà perseguire obiettivi di redditività nel lungo periodo. L'ipotesi di base è quella che tale montante possa essere costituito impiegando il patrimonio che residua dal programma di copertura delle passività del primo trentennio in portafogli con un orizzonte di investimento sufficientemente lungo al fine di far emergere l'equity risk premium che nel lungo periodo caratterizza i mercati azionari e il premio per l'illiquidità (tipico di alcune asset class come ad esempio il Private Equity).

L'obiettivo è quello di realizzare degli excess return rispetto al tasso nominale del 3,00% annuo che costituisce il target della gestione, essendo il tasso tecnico che garantisce l'equilibrio nel bilancio attuariale tra patrimonio destinato alle prestazioni e riserve tecniche.

Il PdC, costituito dal totale degli attivi gestiti a copertura delle passività del primo trentennio, è impiegato prevalentemente con una logica di detenzione dei titoli a scadenza.

Ai soli fini di una valutazione dell'esposizione e della rischiosità dell'intero patrimonio in aggregato, viene identificato quale parametro di riferimento di lungo periodo strategico di questa componente il seguente indice:

Portafoglio FPA	Benchmark	
	Ticker Bloomberg	Descrizione
PdC	LEATTREU index	100% Indice Obbligazionario in Euro All Maturities

Il rendimento atteso (TIR a scadenza) del PdC, valutato al costo storico, deve risultare in linea con l'obiettivo del 3,00% che garantisce l'equilibrio nel Bilancio Tecnico Attuariale. Il rischio relativo al 'mark to market', dovuto alle variazioni dei tassi d'interesse e del merito creditizio dell'emittente, viene considerato di fatto ininfluenza per questo portafoglio dal momento che la logica dell'immobilizzazione a scadenza consente di riportare i titoli in bilancio al costo storico senza l'evidenza di plus-minusvalenze dovute a scostamenti dei valori di mercato dai prezzi di carico, a meno che non vengano rilevati casi particolari di titoli con perdite "durevoli" per i quali prevedere nel bilancio civilistico specifiche svalutazioni. Il rischio di default di uno Stato sovrano dell'area Euro non viene di fatto considerato.

Anche se la componente di titoli governativi all'interno del PdC è destinata a rimanere stabilmente elevata, le eventuali minori attese reddituali dei titoli di Stato dell'area Euro, potrebbero rendere opportuna la ricerca di altri strumenti finanziari ai quali affidare il compito di coprire le passività collegate al PdC.

Su determinati orizzonti temporali, un portafoglio di Obbligazioni High Yield ed Emerging Markets opportunamente diversificato, può raggiungere l'obiettivo di una piena copertura delle passività con un margine di rischio tollerabile.

Il principale rischio di un portafoglio di obbligazioni high yield è il rischio di credito ovvero il default dell'emittente; la migliore mitigazione di questo rischio è un'ampia diversificazione degli investimenti che può essere realizzata in maniera economica ed efficiente attraverso l'utilizzo di ETF (o di OICR opportunamente selezionati) che avrebbe sicuramente il vantaggio di garantire l'esposizione ad un numero molto elevato di emittenti a costi molto contenuti.

Attraverso l'inserimento dell'asset class obbligazionaria High Yield nel PdC è possibile, su determinate scadenze, realizzare la copertura delle passività assumendo un rischio di mercato contenuto, impiegando minor capitale rispetto a quello che sarebbe necessario utilizzando titoli governativi con rendimento a scadenza sensibilmente inferiore rispetto al target del 3,00%.

A tale fine è stata realizzata un'analisi (vedi **Allegato n. 1** - La definizione di un portafoglio di bond High Yield ed Emerging Markets) che identifica un portafoglio composto da ETF in grado di integrare, sostituendoli in parte, i titoli governativi presenti nel Portafoglio di Copertura, che, in alcune condizioni di mercato, potrebbero non essere in grado di garantire rendimenti in linea con l'obiettivo del Fondo (3,00% annuo). Il portafoglio di ETF verrebbe costruito in maniera tale da avere un rapporto tra rendimento atteso e rischio migliore di quello dell'indice BTP, attraverso scelte

strategiche sui driver di rendimento, quali il credito (ETF High Yield), la valuta (dollari USA, valute locali Paesi Emergenti), l'esposizione geografica (obbligazioni Paesi Emergenti).

Il Portafoglio di investimenti Alternativi (PdA)

Universo investibile del PdA

In questa categoria vengono ricompresi gli investimenti con caratteristiche di illiquidità e rischio/rendimento non paragonabili alle asset class tradizionali. In particolare nel PdA confluiscono:

- a) FIA (Fondi di Investimento Alternativi):
 - Fondi di Private Equity;
 - Fondi di Private Debt;
 - Altri Fondi alternativi.
- b) Investimenti immobiliari effettuati tramite la società Agenim s.r.l. (partecipata dal Fondo al 99,98%) o tramite altri fondi immobiliari.

Il Portafoglio di Mercato (PdM)

Universo investibile del PdM

Si tratta di un portafoglio con una forte componente azionaria che può ricomprendere le seguenti sotto-classi di investimenti:

- a) Azioni Europa: titoli azionari di società quotate sui principali mercati europei;
- b) Azioni USA: titoli azionari di società quotate sul mercato statunitense;
- c) Azioni Mercati Emergenti: titoli azionari di società quotate sui mercati dei Paesi Emergenti riportati precedentemente;
- d) Azioni Giappone: titoli azionari quotati sul mercato azionario giapponese;
- e) Obbligazioni:
 - di cui governative Paesi Sviluppati;
 - di cui governative Paesi Emergenti;
 - di cui corporate Investment Grade (globali);
 - di cui corporate High Yield (globali);
 - di cui corporate convertibili (globali).

- f) Liquidità e strumenti del mercato monetario ivi definiti come titoli con vita residua inferiore ad un anno all'atto dell'acquisto;
- g) Fondi hedge o fondi di fondi hedge;
- h) Altre asset class non ricomprese tra le precedenti, nel rispetto dei limiti previsti dalla normativa di settore e dallo Statuto del Fondo.

Il Fondo può investire direttamente nelle asset class previste nei diversi portafogli oppure indirettamente tramite Fondi (oltre agli ETF) che investono in quelle categorie.

Descrizione PdM e PdA

Il sottoinsieme, formato da PdM e PdA in aggregato, è costituito dalle attività residuali rispetto al PdC ed è destinato alla copertura delle passività che rappresentano gli impegni per gli anni successivi al primo trentennio fino al termine del periodo considerato nel Bilancio Tecnico-Attuariale oltre, eventualmente, alle passività dei primi 30 esercizi che non trovassero piena copertura con il PdC.

Tale componente patrimoniale dovrà costituire il montante alla fine del 30° anno per coprire le passività dal 31° anno in poi.

La ripartizione tra PdM e PdA

Questo secondo sottoinsieme (formato da PdM e PdA), soprattutto per la componente relativa al PdM, è esposto alle oscillazioni dei prezzi di mercato e quindi risulta necessario elaborare dei portafogli ottimizzati sotto il profilo del rischio e rendimento in grado di raggiungere con buona probabilità il rendimento obiettivo del 3,00% nel lungo periodo.

Una volta individuato il portafoglio più efficiente lo si può poi considerare, a sua volta, come logicamente suddiviso in due portafogli:

1. il PdM (Portafoglio di Mercato) costituito prevalentemente da asset class tradizionali;
2. il PdA (Portafoglio di investimenti Alternativi);

ciascuno con caratteristiche specifiche strettamente collegate alla relativa specializzazione.

L'analisi finalizzata all'individuazione del portafoglio più efficiente sotto il profilo del rischio e rendimento, in grado di raggiungere con buona probabilità il rendimento

obiettivo del 3,00% nel lungo periodo, è descritta nell'[Allegato 2](#) (vedi [Allegato n. 2](#) L'Asset Allocation Strategica del PdM e PdA) e ha fornito i seguenti risultati:

Portafoglio con rendimento 5,8% e volatilità 10,2%			
Asset Class	PdM+PdA		
	Totale	PdM	PdA
Azioni Globali	54,0%	80,6%	0,0%
Bond Govt Euro	4,0%	6,0%	0,0%
Inv Alternativi e immobiliari	33,0%	0,0%	100%
Bond HY	9,0%	13,4%	0,0%

Rendimenti	5,8%	6,2%	5,0%
Volatilità	10,2%	12,1%	7,9%

La tabella mostra prima i risultati del portafoglio aggregato (PdA più PdM) e poi il dettaglio per singolo portafoglio.

Tra i vari portafogli ottimizzati la scelta è ricaduta sul portafoglio con un rendimento atteso pari al 5,8% lordo e con una volatilità del 10,2%.

Una volta scelto il portafoglio efficiente in aggregato, si è scomposto nei due portafogli PdM e PdA.

Poiché la quota di investimenti alternativi e immobiliari, pari complessivamente al 33%, viene attribuita per il 100% al PdA, ne consegue che il peso del PdM sarà pari al 67%. Pertanto il benchmark strategico del PdM è stato individuato in:

Portafoglio FPA	Benchmark	
	Ticker Bloomberg	Descrizione
PdM	MSDEEEMN index	80,6% Indice Azionario Globale
PdM	LEATTREU index	6,0% Indice Obbligazionario in Euro All Maturities
PdM	IBOXXMJA index	13,4% Indice Obbligazioni societarie ad alto rendimento

Il rendimento atteso di tale portafoglio è stimato pari al 6,2% lordo con una volatilità del 12,1%.

Per la definizione di dettaglio della componente delle azioni globali si può fare riferimento alla capitalizzazione mondiale delle varie aree geografiche considerate nell'indice MSCI All Countries World. Nella tabella seguente sono riportati, per comodità, i pesi delle maggiori aree azionarie mondiali sul totale del PdM:

PdM	
Asset Class	Pesi
Azioni Globali	80,6%
<i>Nord America</i>	<i>44,3%</i>
<i>Europa</i>	<i>17,7%</i>
<i>Giappone</i>	<i>6,4%</i>
<i>Emerging Markets</i>	<i>12,1%</i>
Bond Govt Euro	6,0%
Inv Alternativi	0,0%
Bond HY	13,4%

Questa “asset allocation strategica” diventa quindi la base di partenza per le ottimizzazioni tattiche che verranno realizzate annualmente per modificare l’esposizione del PdM, in modo da tener conto delle view sui rischi e rendimenti attesi delle asset class ricomprese nell’universo investibile del Fondo Pensione.

Il benchmark strategico del PdA, investito al 100% in investimenti alternativi e immobiliari, è stato individuato nel tasso di rendimento atteso del PdA, stimato pari al 5% lordo con una volatilità del 7,9%.

Il PdA ha comunque come obiettivo quello di raggiungere un rendimento medio annuo non inferiore al 3,00% ma, non avendo compiti di copertura di breve periodo, non dovrà generare flussi di cassa regolari sin dai primi anni. Il PdA, che verrà costituito gradualmente selezionando FIA in maniera oculata, potrà avere un peso massimo del 20% dell’intero patrimonio del Fondo, e andrà monitorato soprattutto nei primi anni per verificare che non abbia un rendimento insufficiente tale da compromettere il raggiungimento dell’obiettivo di lungo periodo.

Le probabilità di successo della proposta di Asset Allocation Strategica (PdM e PdA in aggregato)

Al fine di testare su un lungo periodo di tempo la probabilità di avere rendimenti pari o maggiori del target minimo necessario per l'equilibrio tecnico della gestione (3,00% annuo), sono state stimate le probabilità del portafoglio aggregato (PdM e PdA) di raggiungere tale risultato su orizzonti di 15, 20 e 25 anni, che sono riportate nella tabella seguente:

Probabilità di raggiungere il 3,00%	Volatilità 9,9%	Volatilità 10,2%	Volatilità 10,4%
15Y	96,0%	96,5%	97,0%
20Y	99,2%	99,5%	99,5%
25Y	99,6%	99,8%	99,9%

Come si può vedere il portafoglio con volatilità del 10,2% sull'orizzonte dei 15 anni ha una probabilità di raggiungere il 3,00% annuo composto del 96,5%, che arriva al 99,8% sull'orizzonte dei 25 anni. Questa nuova proposta di Asset Allocation Strategica, basata su delle ipotesi prudenziali circa la redditività delle componenti obbligazionaria ed azionaria, presenta una probabilità dello 0,2% di non raggiungere, sull'orizzonte dei venticinque anni, il rendimento target necessario per la copertura delle passività ovvero il 3,00% annuo composto.

Questa ipotesi di Asset Allocation Strategica, che ha un rendimento atteso del 5,8%, a fronte di una volatilità del 10,2%, rappresenta una buona combinazione di portafoglio che permette, sul lungo periodo, di puntare a rendimenti corretti per il rischio coerenti con l'obiettivo di piena copertura delle passività nominali del Fondo.

Nel 99,5% dei casi, su un orizzonte oltre i 20 anni, il rendimento dell'AAS risulterà superiore al tasso target del 3,00%, consentendo quindi al Fondo di realizzare un'eccedenza sul bilancio tecnico.

La stima del "Value at Risk" del Portafoglio di Mercato

E' stata stimata anche la probabilità di perdita del PdM con probabilità 5% e 1% ovvero il VaR 5% e il VaR 1% sull'orizzonte di un anno (Per maggiori dettagli vedi [Allegato n. 2](#) L'Asset Allocation Strategica del PdM e PdA).

I risultati sono riportati nella tabella seguente:

PdM	
Asset Class	Pesi
Azioni Globali	80,6%
<i>Nord America</i>	<i>44,3%</i>
<i>Europa</i>	<i>17,7%</i>
<i>Giappone</i>	<i>6,4%</i>
<i>Emerging Markets</i>	<i>12,1%</i>
Bond Govt Euro	6,0%
Hedge Fund	0,0%
Inv Alternativi	0,0%
Bond HY	13,4%

Rendimento	6,24%
Volatilità	12,1%
VaR 5% 1 anno	-13,6%
Var 1% 1 anno	-21,8%

Come si vede il PdM, costruito sulla base di una AAS con volatilità 10,2% (PdM + PdA), ha una componente azionaria globale dell'81% circa, una volatilità del 12,1% ed un rendimento atteso pari al 6,2% circa. Il rapporto rendimento/rischio si colloca al di sopra del 50% e la sua perdita attesa è pari al -13,6% circa con probabilità del 5% e al 22% circa con una probabilità dell'1%.

Data questa struttura dei rendimenti e dei rischi la stima del VaR 5% per il PdM sul lungo periodo è la seguente:

PdM		
Anni	VaR 5%	VaR 5% annualizzato
1	-13,6%	-13,6%
5	-9,0%	-1,9%
10	20,4%	1,9%
15	71,0%	3,6%
20	146,8%	4,6%
25	254,9%	5,2%
30	405,9%	5,6%

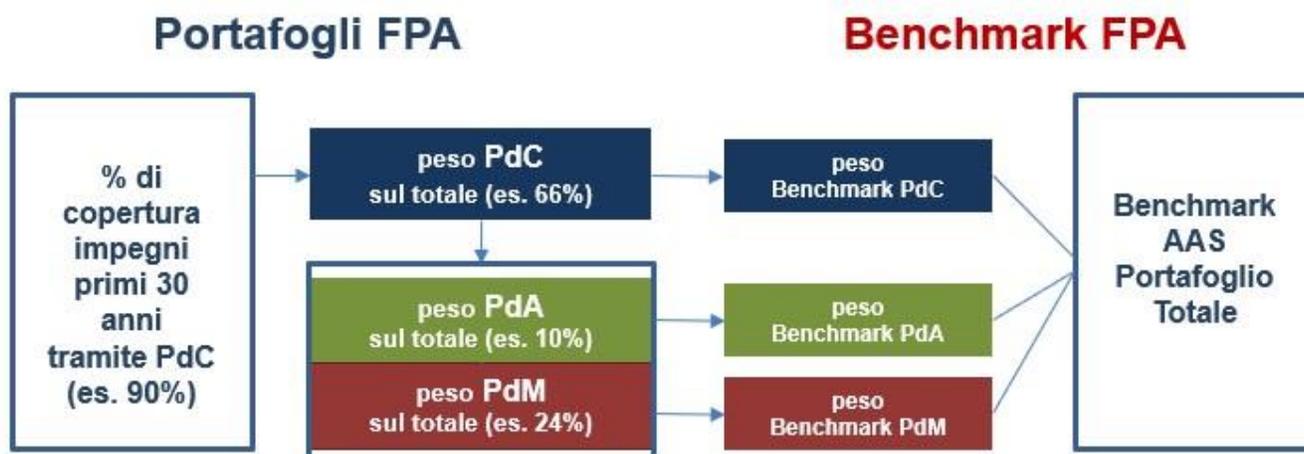
Come si può notare sugli orizzonti più brevi, il portafoglio può registrare perdite anche significative con probabilità pari al 5% ma, man mano che si allunga l'orizzonte di investimento, anche il 5% dei rendimenti peggiori della distribuzione diventano positivi. In particolare, sull'orizzonte dei 30 anni, il portafoglio ha il 95% di probabilità di realizzare un rendimento medio annuo composto pari o superiore al 5,6%.

III. Modalità di gestione del PdC e definizione della procedura di movimentazione fra PdC e gli altri 2 portafogli

La percentuale di obbligazioni detenute dal Fondo deriva principalmente dalla percentuale del PdC sul totale degli asset e dalla sua composizione. Il peso del PdC deriva dal livello di copertura delle passività che viene fissato dal CdA.

Il CdA, preso atto delle valutazioni attuariali con il dettaglio delle passività per anno di gestione - su proposta del Responsabile dell'Ufficio Finanza, sentito il parere della Funzione di gestione dei rischi della CI - stabilisce il livello minimo di copertura delle passività da realizzare attraverso il PdC.

Esempio di determinazione del Benchmark dell'intero portafoglio



Il CdA delibera annualmente il livello obiettivo di copertura delle passività dei primi 30 anni di gestione per ciascuna delle due Gestioni, da attuarsi attraverso il PdC e, inoltre, il margine di tolleranza rispetto a tale livello di copertura. Il livello di copertura deliberato dal CdA rimane valido fino a quando non viene modificato con una nuova delibera.

La scelta della percentuale di copertura degli impegni tramite il PdC determina indirettamente la quota del portafoglio totale da destinare al PdC e, di conseguenza, la quota residua da destinare al PdA e al PdM. Una volta definiti i portafogli, è individuabile il benchmark dell'AAS del Portafoglio Totale.

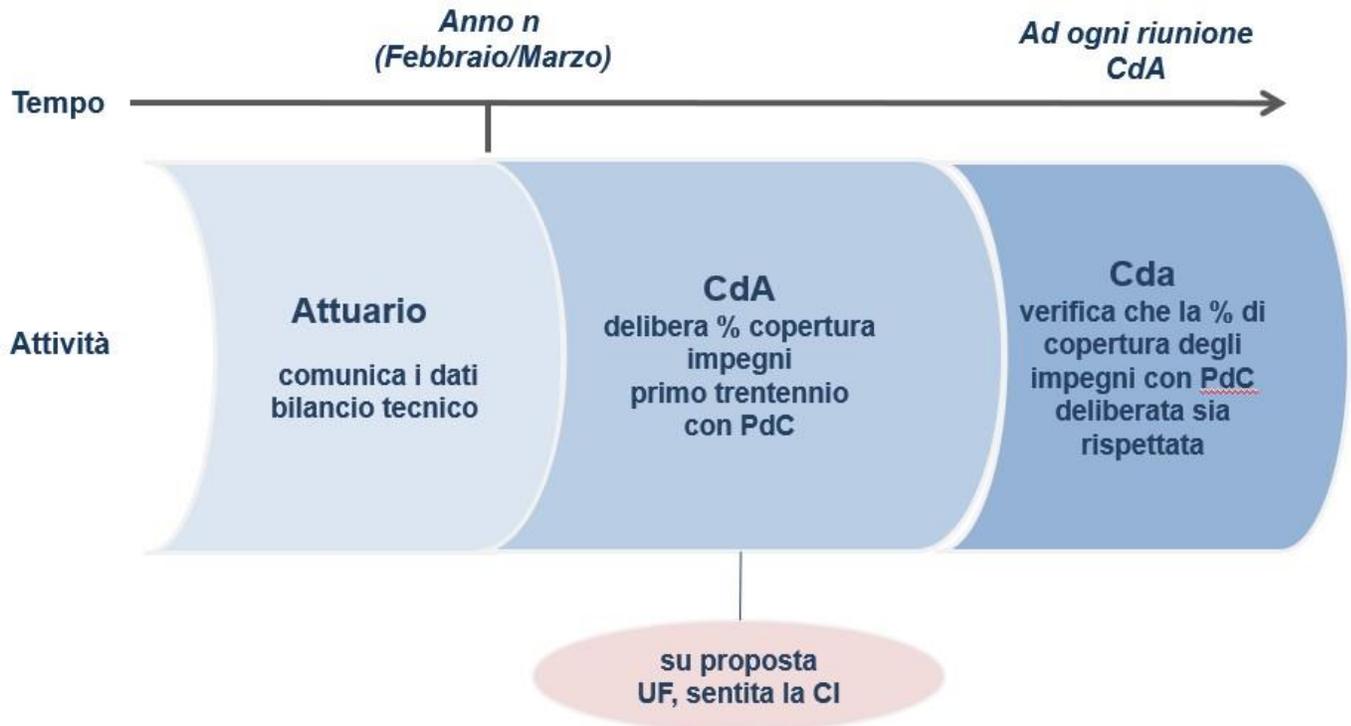
Qualora la copertura del PdC, per effetto dell'andamento dei flussi in entrata e in uscita (ad es. variazione delle stime attuariali sui saldi pensionistici), dovesse scostarsi dal livello stabilito dal CdA, sarà necessaria una delibera specifica del CdA stesso per ristabilire la ripartizione delle attività tra i tre portafogli che meglio soddisfa le esigenze di copertura delle passività nel primo trentennio.

La modalità con cui s'intende raggiungere la percentuale di copertura delle passività attraverso il PdC potrà avere una certa elasticità. Supponendo che la percentuale target di copertura sia del 90%, essa potrebbe, per esempio, essere raggiunta attraverso:

- La copertura al 90% di tutti gli oneri del primo trentennio;
- La copertura dei primi 10 anni al 100%, dei successivi 10 anni al 90% e degli ulteriori 10 all'80%;
- La copertura al 100% dei primi 'n' anni e zero nei successivi che di fatto transitano nel blocco coperto dagli altri portafogli (ad esempio copertura piena dei primi 27 anni; gli anni dal 28° al 30° vengono spostati nel gruppo di passività assegnate al PdM e al PdA).

Il CdA effettua il monitoraggio del PdC indicativamente a febbraio/marzo, ossia in corrispondenza delle nuove previsioni sui flussi calcolate dall'attuario per la stesura del Bilancio Tecnico-Attuariale, al fine di verificare che la percentuale di copertura degli impegni definita precedentemente risulti ancora rispettata.

La politica di investimento del FPA – Asset Allocation Strategica



Gli uffici finanziari addetti alla gestione hanno la facoltà di effettuare operazioni di compravendita di titoli nel PdC, rispettando i limiti previsti per ciascuna tipologia di strumento finanziario, purché il livello di copertura resti almeno pari a quello stabilito dal CdA al netto di un margine di tolleranza definito dal CdA in sede di approvazione dell'AAS.

Non necessariamente dovrà esserci un matching perfetto tra attivo e passivo nel PdC, perché la copertura delle passività può essere effettuata cogliendo opportunità sulla curva dei rendimenti anche a prescindere dalle scadenze specifiche. Tuttavia la copertura dei saldi pensionistici deve essere realizzata in modo che solo eccezionalmente ci sia la necessità di disinvestimento prima della naturale scadenza dei titoli del PdC.

Il CdA stabilisce anche i limiti d'impiego nei vari strumenti finanziari utilizzati all'interno del PdC (vedi **Allegato n. 3** – I limiti di investimento del PdC). In particolare, su proposta dell'Ufficio Finanza, e previo parere favorevole della CI, il CdA definisce delle percentuali massime in base alla tipologia, alla valuta e al merito di credito degli emittenti.

Iter di selezione degli strumenti finanziari acquistati nei portafogli PdC e PdM (investimenti non alternativi)

L'Ufficio Finanza implementa l'AAT ed esegue in modo diretto gli investimenti/disinvestimenti degli strumenti non alternativi, effettuando una comunicazione immediata al Direttore Generale nelle ipotesi in cui un'operazione possa essere in conflitto di interesse, in base alla normativa vigente e all'ordinamento interno del Fondo.

L'Ufficio Finanza, a seconda della tipologia di investimento, si avvale di differenti procedure per la selezione delle migliori opportunità. Per alcune asset class specifiche (Es. Azioni Europa) sono stati sviluppati modelli interni di selezione titoli. La descrizione dei criteri e dei modelli utilizzati per la selezione dei titoli è riportata nel "Manuale delle procedure operative dell'Ufficio Finanza".

Iter di selezione degli strumenti finanziari (Investimenti Alternativi) acquistati nel PdA

Al fine di rendere più efficiente (in termini di decorrelazione e miglioramento del profilo rischio/rendimento) l'andamento complessivo del portafoglio, alle asset class tradizionali vengono affiancati, nei limiti consentiti dalla normativa, strumenti di investimento alternativi.

La decisione di introdurre una quota di investimenti alternativi, oltre a rispondere al principio di diversificazione, è volta a beneficiare, in un contesto di investimento di lungo periodo quale quello previdenziale, dell'incremento di redditività connesso al premio di illiquidità che caratterizza questi strumenti e alla capacità di generazione di extra-rendimento da parte dei rispettivi gestori.

L'ufficio Finanza, con il supporto del Consulente finanziario, nell'ambito dell'Asset Allocation Strategica definita dal Consiglio di Amministrazione elabora le proposte di investimento nella categoria degli Investimenti Alternativi da sottoporre al CdA, sentita la Commissione Investimenti. In caso di parere favorevole, l'Ufficio Finanza formalizza la proposta d'investimento e la riporta in CdA per l'eventuale deliberazione. Il CdA delibera l'investimento condizionandolo al buon esito di una due diligence giuridico-legale. Spetta al Direttore Generale la verifica dell'esito della due diligence. In caso di esito positivo, l'Ufficio Finanza dà esecuzione all'investimento e riferisce periodicamente in Consiglio di Amministrazione sull'andamento del portafoglio attraverso opportuna reportistica. Al Consiglio di Amministrazione compete la verifica - sulla base degli esiti dell'attività svolta dalla Funzione di gestione dei rischi - e la valutazione degli investimenti in strumenti alternativi e in derivati. Il Consiglio di Amministrazione dà adeguata rendicontazione di tale attività nei verbali delle adunanze delle assemblee.

L'individuazione dell'opportunità di investimento avviene attraverso la valutazione di informazioni di natura qualitativa e quantitativa che vengono raccolte attraverso un Due Diligence Questionnaire (DDQ) che l'ufficio Finanza ha predisposto con il supporto del Consulente finanziario. L'Ufficio Finanza provvede ad inviare il DDQ ai primari gestori di Fondi di Investimento Alternativi (FIA) sul mercato.

Attraverso l'analisi delle informazioni qualitative viene valutata la solidità e qualità del gestore (GEFIA), nonché la strutturazione e l'esperienza del team di gestione del FIA esaminato. Le informazioni di natura quantitativa consentono di valutare la solidità del Track Record del GEFIA, attraverso, per esempio, la valutazione delle performance conseguite dai prodotti precedentemente lanciati nella medesima asset class, nonché le caratteristiche delle soluzioni in raccolta offerte dal GEFIA, come le commissioni applicate, i target reddituali etc. Le analisi condotte vengono inoltre validate ed integrate da informazioni ottenibili da piattaforme esterne di raccolta ed elaborazioni dati dei Fondi di Investimento Alternativi.

Le informazioni raccolte mediante DDQ e la due diligence giuridico-legale, alla quale è subordinato l'investimento, consentono di avere visibilità sulle strategie poste in essere dal gestore, la struttura dei costi dello strumento, i periodi di uscita dall'investimento (lock up period).

I Fondi target vengono individuati garantendo un'opportuna diversificazione all'interno del Portafoglio di Alternativi sotto il profilo geografico, settoriale, in base alla tipologia di investimento.

Una volta identificata la soluzione di investimento, la Funzione di gestione dei rischi effettua controlli ex ante ed ex post sui limiti normativi e, ove possibile, avvalendosi della documentazione messa a disposizione dai GEFIA, effettua analisi di scenario, monitora l'andamento dei FIA sottoscritti con riferimento alle performance conseguite dal fondo rispetto agli obiettivi di redditività indicati ex-ante e rispetto all'andamento dei FIA con analoghe caratteristiche.

Per ulteriori approfondimenti si rimanda al Manuale delle procedure operative in capo all'Ufficio Finanza ed al Documento sulle procedure di gestione del rischio.

Fattori ambientali, sociali e di governo societario

Il Fondo non si è ancora dotato di una policy sui criteri ESG da tenere in considerazione nelle scelte in materia di investimento; conseguentemente, nella gestione delle risorse relativa all'esercizio 2020 non ha integrato i fattori ambientali, sociali e di governo societario (ESG) nei propri processi decisionali. Tuttavia, considerata la crescente importanza dei principi di investimento responsabile, ampiamente promossi in ambito internazionale, il Fondo ha avviato l'approfondimento delle tematiche e degli strumenti propedeutici all'integrazione dei fattori ESG nelle decisioni di investimento.

IV. Verifica dell'Asset Allocation Strategica del portafoglio complessivo di FPA (AAS) (obiettivi di rendimento e rischio, calibrazione dell'equity risk premium)

L'Asset Allocation Strategica del portafoglio complessivo del Fondo Pensione Agenti deriva dall'aggregazione in un unico portafoglio del PdC, del PdM e del PdA, dopo aver costruito ogni portafoglio seguendo la logica più adatta a realizzare l'obiettivo specifico assegnato a ciascuno dei tre.

La definizione (e revisione periodica) dell'Asset Allocation Strategica (di seguito per brevità anche "AAS") prevede le seguenti attività:

1. l'Ufficio Finanza illustra una proposta alla CI relativa all'AAS con indicazione del livello minimo di copertura delle passività e delle scelte di allocazione sui diversi portafogli (PdC, PdM e PdA).

Tale attività viene svolta anche sulla base dei dati forniti dall'Attuario (calcolo annuale delle passività del Fondo, passività per i successivi 30 anni e per gli anni successivi il trentennio) e con il supporto del Consulente finanziario.

2. La Commissione Investimenti esprime un parere sulla proposta.
3. L'Ufficio Finanza presenta al Cda la proposta dell'AAS, con indicazione delle percentuali massime dei limiti di impiego e del livello minimo di copertura delle passività, unitamente al parere espresso dalla CI.
4. La Funzione di gestione dei rischi predispone la proposta di Risk Policy , anche avvalendosi del supporto dell'Ufficio finanza.
5. La Commissione Investimenti esprime un parere sulla proposta.
6. Il CdA approva la percentuale di copertura delle passività del primo trentennio da realizzare tramite il PdC e delibera le linee guida dell'AAT, nonché i relativi scostamenti.

Di seguito è riportata una ripartizione esemplificativa del portafoglio globale del Fondo, per ciascuno dei tre portafogli e per macro asset class, avendo ipotizzato un peso del 66% per il PdC (percentuale derivante da un ipotetico livello di copertura delle passività deliberato dal CdA per il primo trentennio):

Esempio Asset Allocation Strategica portafoglio complessivo FPA

AAS				
Asset Class	Totale	PdC	PdM	PdA
Azioni Globali	19,2%	0,0%	19,2%	0,0%
Bond Govt Euro	67,5%	66,0%	1,5%	0,0%
Hedge Fund	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inv Alternativi e immobiliari	10,2%	0,0%	0,0%	10,2%
Bond HY	3,1%	0,0%	3,1%	0,0%
Totale	100,0%	66,0%	23,8%	10,2%

Il PdC, dovendo seguire da vicino le passività del trentennio, viene ad essere determinato da scelte che potrebbero essere definite di tipo Bottom up, cioè tarate sulle esigenze specifiche dei cash flow; l'AAT del PdM e del PdA è determinata invece da scelte di tipo Top Down.

V. Definizione del processo di Asset Allocation Tattica (soggetti coinvolti, modalità di valutazione dei mercati, intervalli di sovra/sottopeso relativi)

Annualmente viene attuato il processo di Asset Allocation Tattica (AAT) del PdM, a fronte del benchmark strategico di lungo periodo, che determina delle allocazioni attive sulla base di una ottimizzazione annuale, effettuata tenendo conto delle prospettive attribuite a ciascuna asset class.

La definizione dell'Asset Allocation Tattica (di seguito per brevità anche "AAT") prevede le seguenti attività:

1. L'Ufficio Finanza illustra alla CI una proposta relativa al perimetro di operatività dell'AAT, con indicazione delle percentuali massime dei limiti di scostamento. Tale attività viene svolta con il supporto del Consulente finanziario.
2. La Commissione Investimenti esprime un parere sulla proposta.
3. L'Ufficio Finanza presenta la proposta relativa al perimetro di operatività dell'AAT al CdA, unitamente al parere reso dalla CI.
4. La Commissione Investimenti esprime un parere sulla proposta.
5. Il CdA delibera le linee guida dell'AAT, nonché i relativi scostamenti.
6. L'Ufficio Finanza implementa l'AAT.

L'asset allocation tattica rispetto al benchmark di lungo periodo proposta al CdA è quella che ha come input le attese di rendimento e di rischio per l'anno successivo relativamente ad alcune delle seguenti asset class opportunamente selezionate di volta in volta:

- Obbligazionario Euro Breve Termine;
- Obbligazionario Euro Medio-Lungo Termine;
- Obbligazionario Paesi sviluppati in valuta;
- Obbligazionario Corporate;
- Obbligazionario High Yield;
- Obbligazionario Emerging Markets;
- Azionario Europa;
- Azionario USA;
- Azionario Paesi Emergenti;
- Azionario Giappone;
- Hedge fund o fondi di hedge fund.

Tale processo prevede un'analisi macro economica e finanziaria, integrata da una serie di elaborazioni di portafogli efficienti secondo vari approcci (modelli in media e varianza 'a la Markowitz', modelli bayesiani 'a la Black e Litterman', modelli con Portfolio Resampling, altri approcci modellistici).

Il Responsabile dell'Ufficio Finanza del Fondo e il Consulente finanziario preparano per la CI (indicativamente prima della fine dell'anno) il documento che contiene le previsioni dei rendimenti attesi e della volatilità delle asset class di maggiore interesse per l'anno successivo, nonché il portafoglio efficiente che deriva dalle analisi di ottimizzazione precedentemente descritte.

L'AAT del PdM potrà prevedere un investimento massimo in Azioni mondiali del 100% e un minimo del 60%.

Una volta individuata l'AAT per l'anno successivo da parte della CI, il Responsabile dell'Ufficio Finanza la propone al CdA per la discussione e l'approvazione entro gennaio dell'anno successivo.

L'AAT costituisce pertanto la composizione di portafoglio tipica in base alla quale il Responsabile dell'Ufficio Finanza del Fondo gestisce gli attivi destinati al PdM nel corso di ciascun anno, anche considerando gli scostamenti stabiliti tempo per tempo dal CdA.

VI. Definizione dello stile di investimento del PdM (selezione dei titoli)

Una volta stabilita l'AAT del PdM, la gestione delle singole sotto-asset-class potrà essere effettuata sostanzialmente seguendo tre modalità:

- una logica di allocazione tesa a realizzare un rendimento assoluto;
- una logica di allocazione tesa a realizzare il rendimento di uno specifico mercato replicandone passivamente il benchmark con una particolare attenzione alla minimizzazione dei costi;
- una logica di allocazione tesa a migliorare il rendimento di uno specifico benchmark attraverso una gestione attiva.

Al momento la gestione attiva riguarda esclusivamente il portafoglio azionario Europa (e la sotto componente del mercato italiano) secondo le linee guida definite in un apposito documento che riassume i criteri utilizzati per la scelta dei titoli da inserire in portafoglio. Il processo di selezione dei titoli e di revisione del portafoglio, avviene, con periodicità indicativamente trimestrale, attraverso l'utilizzo di modelli che si basano prevalentemente su un approccio di tipo fondamentale, integrato da considerazioni legate alla dinamica dei prezzi (analisi tecnica e di momentum) e delle loro volatilità. Anche le altre asset class come, ad esempio, Azionario USA possono essere gestite attivamente o in titoli o attraverso una mirata selezione di ETF che non

necessariamente replichino il benchmark, ma che attraverso l'introduzione di un'esposizione a specifici fattori (esposizione alle small cap, selezione di titoli secondo uno stile, selezione di settori, etc.) abbiano l'obiettivo di migliorare lo Sharpe Ratio del portafoglio rispetto al benchmark.

VII. La risk policy per il PdM

Il PdM, selezionato tra i vari portafogli efficienti, appare adeguato a realizzare gli obiettivi che gli sono stati assegnati su orizzonti di investimento lunghi.

Nelle tabelle che seguono sono riassunte le caratteristiche del Portafoglio di Mercato (come già riportato a pag.18 e pag.19), in termini di rischio e rendimento, nonché i risultati attesi con probabilità 5% sui 5,10,15,20,25 e 30 anni.

Asset class	Asset Allocation PdM
Azioni Globali	80,6%
Bond Govt Euro	6,0%
Hedge Fund	0,0%
Inv Alternativi	0,0%
Bond HY	13,4%

Caratteristiche PdM	
Rendimento	6,24%
Volatilità	12,1%
Var 5% 1 mese	5,7%
Var 5% 1 anno	-13,6%
Var 1% 1 anno	-21,8%

PdM		
Anni	Var 5%	Var 5% annualizzato
1	-13,6%	-13,6%
5	-9,1%	-1,9%
10	20,4%	1,9%
15	71%	3,6%
20	146,6%	4,6%
25	254,6%	5,2%
30	405,5%	5,6%

Tali stime sono basate sulle ipotesi "classiche" di normalità della distribuzione dei rendimenti attesi; se l'evidenza empirica confermasse l'ipotesi di normalità, il modello stima di ottenere gli obiettivi di copertura delle passività su orizzonti oltre i 30 anni (per la precisione a partire da orizzonti di 15 anni) nel 95% dei casi.

Su brevi orizzonti temporali, tuttavia, le distribuzioni dei rendimenti possono assumere conformazioni "non normali" (diverse dalle ipotesi classiche assunte) che comportano la possibilità di incorrere in perdite maggiori di quelle stimate con ipotesi di normalità (gaussiane).

E' stata quindi definita una risk policy che monitora i rischi del portafoglio di mercato con un modello di stima del rischio ex ante ed individua delle soglie di indicatori di rischio e le attività che devono essere messe in atto al loro superamento.

Come evidenziato in precedenza, il Portafoglio di Mercato (con rendimento atteso 6,2% circa e Volatilità 12,1%) in condizioni "normali" ha un VaR 5% annuo del -13,6%, che corrisponde ad un VaR 5% su base mensile del -5,7% (senza tener conto del rendimento realizzato).

Al fine di individuare le soglie critiche, è stata stimata la distribuzione dei rendimenti realizzati dal PdM nel passato in condizioni di elevata volatilità, attraverso l'utilizzo di una distribuzione t-Student con 4 gradi di libertà che ben approssima la distribuzione empirica. Ciò ha permesso di stimare che il VaR 5% mensile del PdM, in condizioni di mercati con elevata volatilità, può arrivare fino a -9,7% circa, senza considerare il rendimento realizzato dall'ultimo NAV osservato.

Conseguentemente sono state definite le seguenti soglie:

- 1) finché il VaR 5% a un mese si mantiene al di sopra del -5,7% non è previsto alcun intervento della risk policy;
- 2) quando il VaR 5% ricade nell'intervallo tra -5,7% e -9,7% è data facoltà al responsabile dell'Ufficio Finanza, dopo aver monitorato le posizioni che contribuiscono maggiormente al rischio del portafoglio, di valutare eventuali interventi in riduzione della rischiosità, anche alla luce dei rendimenti già realizzati da inizio anno e dalle prospettive future;
- 3) se il VaR 5% a un mese scende sotto il -9,7%, cioè se si è in presenza di una volatilità dei mercati ritenuta "estrema", il responsabile dell'Ufficio Finanza predispone una relazione con le proposte operative ritenute adatte a realizzare un contenimento della rischiosità del portafoglio. In generale potranno essere prese in considerazione vendite sulle asset class più rischiose e acquisti di asset class decorrelate da quelle che contribuiscono maggiormente alla volatilità del portafoglio. Più in particolare si potranno considerare anche acquisti di strumenti derivati di copertura - come ad esempio opzioni put o CDS - e solo eccezionalmente vendita di future.

Il documento dovrà essere inviato via mail agli Organi amministrativi entro 24 ore dal verificarsi dell'evento. Il CdA, tempestivamente e comunque entro 24 ore dal ricevimento della comunicazione dell'Ufficio Finanza, dovrà esprimersi sempre via mail sull'operatività proposta. La relativa delibera sarà assunta secondo i criteri previsti dal IV comma dell'art. 19 dello Statuto (maggioranza semplice).

I limiti di scostamento previsti per il PdM non operano nei casi 2) e 3).

Il monitoraggio avviene con frequenza settimanale utilizzando le stime ex-ante del VaR 5% a un mese del Portafoglio di Mercato prodotte dalla piattaforma di analisi del rischio di cui si serve il Fondo Pensione. Per un dettaglio dei controlli effettuati si rimanda al Manuale delle procedure operative in capo all'Ufficio Finanza.

Strategia in materia di diritti di voto

Per quanto attiene alla strategia in materia di esercizio dei diritti di voto spettanti al Fondo, si segnala che stante la politica di diversificazione propria dello stile di investimento del Fondo, che non prevede l'acquisizione di quote particolarmente rilevanti relative a società quotate, la strategia in materia di esercizio di voto generalmente non prevede la partecipazione del Fondo alle assemblee delle società delle quali si detiene una quota azionaria. Del resto la partecipazione sistematica alle attività assembleari, anche solo delle società maggiormente partecipate, comporterebbe un aggravio di oneri, il più delle volte, senza particolari benefici per il Fondo.

COMPITI E RESPONSABILITÀ DEI SOGGETTI COINVOLTI NEL PROCESSO DI INVESTIMENTO

Si riportano, di seguito, i soggetti coinvolti nelle varie fasi del processo di investimento, nonché i relativi compiti e responsabilità.

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Con riferimento al processo d'investimento, il Consiglio di Amministrazione svolge le seguenti funzioni:

- definisce la politica di investimento del Fondo ed effettua le scelte strategiche di *Asset Allocation* valutando le proposte formalizzate dal Responsabile dell'Ufficio finanza, unitamente al parere reso dalla Commissione per gli Investimenti. In particolare, sentita la Commissione per gli Investimenti:
 - stabilisce le percentuali massime per gli strumenti che dovranno contribuire alla copertura delle passività sulla base della tipologia, della valuta e del merito di credito degli emittenti;
 - stabilisce il livello minimo di copertura delle passività da realizzare attraverso il Portafoglio di copertura, per ciascuna gestione ed il margine di tolleranza rispetto a tale livello, definendone anche i limiti temporali;
 - delibera annualmente la percentuale minima di copertura delle passività da effettuare tramite il Portafoglio di Copertura, da cui deriva l'*Asset Allocation Strategica* (AAS);
 - delibera ogni anno l'AAT del Portafoglio di Mercato, proposta dal Responsabile dell'Ufficio finanza, unitamente al parere reso dalla CI, stabilendo altresì i relativi margini di scostamento;
 - delibera la risk policy, in base alla proposta della Funzione di gestione dei rischi, sentito il parere della Commissione per gli Investimenti;
- verifica il rispetto della politica di investimento, esaminando i rapporti sulla gestione finanziaria prodotti dal Responsabile dell'attività di controllo della

gestione finanziaria e dall'Ufficio finanza; in particolare effettua il monitoraggio del livello di copertura delle passività del Portafoglio di Copertura, in corrispondenza delle nuove previsioni sui flussi calcolate dall'attuario per la stesura del Bilancio Tecnico-Attuariale, al fine di verificare che la percentuale minima di copertura degli impegni stabilita risulti rispettata;

- individua i soggetti incaricati della gestione e stabilisce i limiti all'interno dei quali tali soggetti possono operare;
- delibera sulle proposte di investimento nella categoria degli Investimenti Alternativi;
- verifica e valuta, sulla base degli esiti dell'attività di controllo della gestione finanziaria, gli investimenti in strumenti alternativi e gli eventuali investimenti in derivati, dandone adeguata rendicontazione nei verbali delle riunioni del CdA;
- nomina la Commissione per gli Investimenti;
- delibera l'affidamento e la revoca di eventuali mandati di gestione esterna;
- revisiona periodicamente (almeno ogni tre anni) e modifica, se necessario, la politica di investimento;
- valuta l'attività svolta dalle Funzioni di gestione dei rischi e attuariale, assumendo le relative determinazioni;
- approva le procedure di controllo della gestione finanziaria, tenendo conto delle proposte formulate dal Responsabile del controllo della gestione finanziaria.

COMMISSIONE PER GLI INVESTIMENTI

La Commissione per gli Investimenti è un organo consultivo che supporta il Consiglio d'Amministrazione nella definizione e nell'attuazione delle strategie. È costituita da due consiglieri di amministrazione scelti, nel rispetto del principio di pariteticità, tra le due componenti (Iscritti e Imprese).

La Commissione per gli investimenti viene convocata dal Direttore Generale e si riunisce ordinariamente in prossimità di una riunione del Consiglio d'Amministrazione. È supportata dal Responsabile dell'Ufficio Finanza e da un Consulente esterno che partecipa alle riunioni con funzioni consultive e propositive. Alle riunioni partecipano anche il Direttore Generale del Fondo e il Presidente del Collegio Sindacale.

La Commissione per gli Investimenti esprime un parere sulle proposte formulate:

- dal Responsabile dell'Ufficio Finanza e dal consulente da presentare all'organo di amministrazione relative a:
 - livello minimo di copertura delle passività da ottenere con il Portafoglio di Copertura;
 - percentuali massime degli strumenti finanziari da utilizzare per la copertura delle passività con il Portafoglio di Copertura;
 - perimetro di operatività dell'AAT da seguire ogni anno per il Portafoglio di Mercato;
- dal Responsabile dell'Ufficio in materia di investimenti nella categoria degli Alternativi, nei limiti stabiliti per il Portafoglio di Alternativi, da proporre al Consiglio d'Amministrazione;
- dalla Funzione di Gestione dei rischi in materia di Risk Policy.

CONSULENTE FINANZIARIO

È un soggetto terzo, nominato dal Consiglio di Amministrazione, che ha il compito di supportare il Fondo nel processo decisionale in merito alle scelte di investimento. Collabora con l'Ufficio Finanza al fine di formulare delle proposte di investimento. Nello specifico:

- fornisce una valutazione indipendente dell'andamento dei mercati finanziari e coadiuva l'organo di amministrazione nell'impostazione della politica di investimento;

- elabora analisi e formula raccomandazioni riguardo allo sviluppo e alla modifica della politica di investimento, al fine di assicurare la coerenza dell'insieme delle azioni intraprese con gli obiettivi perseguiti;
- predispone insieme al Responsabile dell'Ufficio Finanza del Fondo, il documento contenente le previsioni dei rendimenti attesi e dei rischi delle asset class per l'anno successivo, nonché il portafoglio efficiente (Portafoglio di Mercato) che deriva dalle analisi di ottimizzazione da sottoporre al vaglio della Commissione per gli Investimenti.

DIRETTORE GENERALE

Il Direttore Generale ha il compito di verificare che tutte le delibere del Consiglio di Amministrazione siano attuate. Vigila sulle operazioni in conflitto di interesse e sull'adozione di prassi operative idonee a meglio tutelare gli aderenti.

RESPONSABILE DELL'UFFICIO FINANZA

Il Responsabile dell'Ufficio finanza, avvalendosi del supporto e della collaborazione delle risorse assegnate all'Ufficio:

- investe le risorse finanziarie del Fondo nel rispetto dei limiti stabiliti dal Consiglio di Amministrazione;
- contribuisce all'impostazione della politica di investimento;
- illustra proposte, di concerto con il Consulente finanziario, alla Commissione per gli Investimenti riguardo ai nuovi sviluppi dei mercati e alle eventuali modifiche della politica di investimento che si rendessero necessarie, che saranno presentate per l'approvazione al Consiglio di Amministrazione unitamente al parere espresso dalla CI;
- propone alla Commissione per gli Investimenti nuove opportunità d'investimento nella categoria Investimenti Alternativi;
- collabora con il Consulente finanziario e con gli altri soggetti coinvolti nel processo di investimento. In particolare, predispone il documento per la Commissione per

gli Investimenti che contiene le previsioni dei rendimenti attesi e dei rischi delle asset class per l'anno successivo, nonché il portafoglio efficiente (Portafoglio di Mercato) che deriva dalle analisi di ottimizzazione;

- propone direttamente al Consiglio di Amministrazione interventi sul Portafoglio di Mercato in caso di superamento delle soglie previste dalla risk policy;
- formalizza la proposta relativa al perimetro di operatività dell'AAT, con indicazione delle percentuali massime dei limiti di impiego e del livello minimo di copertura delle passività e le propone al Consiglio di Amministrazione, unitamente al parere reso dalla Commissione per gli Investimenti;
- supervisiona l'attività istruttoria per l'eventuale selezione dei gestori finanziari e sottopone all'organo di amministrazione le proposte di affidamento e di revoca dei mandati;
- supporta la Funzione di gestione dei rischi in materia di Risk Policy;
- relaziona al CdA sull'andamento della gestione finanziaria.

DEPOSITARIO

Il Depositario al quale è stato affidato il patrimonio del Fondo è BNP Paribas Securities Services SA, succursale italiana di banca francese, iscritta all'Albo delle Banche presso la Banca d'Italia al n° 5483.

Il Depositario esegue le attività ad esso conferite dalla legge e svolge quelle eventualmente affidate dal Fondo. Contribuisce, inoltre, ad alimentare il sistema dei controlli interni implementato dal Fondo, trasmettendo le informazioni da esso richieste.

FUNZIONE FONDAMENTALE DI GESTIONE DEI RISCHI

La Funzione di gestione dei rischi supporta il Consiglio di Amministrazione nella definizione della Risk Policy, suggerendo eventuali interventi qualora necessario.

Il titolare della Funzione di gestione dei rischi, al quale è stata affidata anche l'attività di controllo della gestione finanziaria, definisce il sistema dei controlli interni necessario al raggiungimento degli obiettivi della politica di investimento che il Consiglio di Amministrazione deve approvare ed esegue i controlli di secondo livello.

FUNZIONE FONDAMENTALE ATTUARIALE

La Funzione attuariale supporta il Consiglio di Amministrazione nella definizione del livello minimo di copertura delle passività da realizzare attraverso l'apposito Portafoglio di Copertura.

FUNZIONE FONDAMENTALE DI REVISIONE INTERNA

La Funzione di revisione interna garantisce il monitoraggio e la valutazione dell'efficacia, dell'efficienza e dell'adeguatezza del sistema dei controlli di gestione dei rischi.

SISTEMA DI CONTROLLO DELLA GESTIONE FINANZIARIA

Definizione delle procedure di controllo del processo di investimento

Il Sistema dei Controlli Interni della gestione finanziaria è costituito dall'insieme di regole, procedure e strutture organizzative che mirano a conseguire i seguenti obiettivi:

- assicurare che venga rispettato l'obiettivo della politica di investimento;
- garantire l'efficacia e l'efficienza del processo di investimento;
- garantire l'affidabilità e l'integrità delle informazioni contabili e gestionali;
- assicurare la conformità delle operazioni con tutto l'apparato normativo esistente.

Il richiamato Sistema è volto a misurare e controllare l'insieme dei rischi legati al processo di investimento attraverso:

- controlli di primo livello, o controlli di linea: volti a garantire la veridicità, la correttezza e la completezza delle informazioni rilevanti. Sono controlli insiti nei processi operativi e possono essere manuali e/o automatizzati. Si rimanda al Manuale delle procedure operative dell'Ufficio Finanza per il dettaglio dei controlli di linea effettuati.
- controlli di secondo livello: presidiano il processo di gestione e controllo dei rischi garantendone la coerenza rispetto agli obiettivi. Sono affidati a strutture appositamente costituite, che non operano nell'ambito del settore al quale è affidata la gestione finanziaria.

Oltre al Sistema dei Controlli Interni, sono previsti dalla legge controlli (controlli esterni) affidati a soggetti quali il Depositario o l'Autorità di Vigilanza (COVIP).

Controlli di secondo livello

I controlli di secondo livello sulla gestione finanziaria sono svolti dal titolare della Funzione di gestione dei rischi.

Il responsabile dei controlli ha il compito di:

1. curare la definizione, lo sviluppo e l'aggiornamento delle procedure interne di controllo della gestione finanziaria, sottoponendole all'approvazione dell'organo di amministrazione;
2. verificare la gestione finanziaria esaminando i risultati conseguiti nel corso del tempo;
3. controllare l'attuazione delle strategie e valutare l'operato dei soggetti incaricati della gestione;

4. preparare le relazioni periodiche da indirizzare agli organi di amministrazione e controllo recanti gli esiti delle verifiche effettuate.

Il responsabile, per svolgere la propria attività, si avvale di flussi periodici forniti dall'Ufficio finanza, dei dati estratti autonomamente dal database gestionale, dei dati forniti dall'info provider finanziario, dei dati elaborati dalla società cui è affidato il calcolo dei principali parametri di rischio dei portafogli, nonché dei flussi del Depositario al quale si affianca nel processo di controllo.

Le procedure di controllo della gestione finanziaria

Il responsabile definisce e sviluppa le procedure di monitoraggio da utilizzare al fine di eseguire i controlli.

In particolare:

- Verifica che il patrimonio del Fondo sia ripartito secondo le linee guida approvate dal CdA (verifica dell'allocazione dell'attivo) e che i limiti quantitativi definiti nella politica di investimento siano rispettati dall'Ufficio finanza (controlla che la soglia minima di copertura delle passività approvata dal CdA sia rispettata, che vengano rispettati i limiti di scostamento del PdM, che siano rispettati i limiti di investimento del PdC).
- Analizza le performance realizzate dai portafogli del Fondo e dai rispettivi benchmark; in particolare, verifica i risultati conseguiti:
 - dal portafoglio complessivo del Fondo (per ciascuna gestione);
 - dai macro-portafogli PdC, PdA e PdM;
 - dalle singole asset class del PdM.

Maggiore rilevanza è attribuita alla valutazione dei risultati conseguiti dal PdM che costituisce la componente del portafoglio del Fondo gestita con una logica mark to market e comprende alcune asset class gestite attivamente.

- Monitora la rischiosità del portafoglio di mercato ex-ante attraverso:
 - la valutazione di indicatori di rischio ex-ante (come VaR 5% a 1 mese; VaR 1% a 1 mese, Expected Shortfall 5% a 1 mese del PdM);
 - la verifica del rispetto delle soglie di rischiosità definite nella risk policy del Fondo per il PdM (VaR 5% ad un mese minore di -9,7%).
- Valuta la rischiosità dei portafogli, interpretando i dati forniti dalla società cui è affidato il calcolo dei principali parametri di rischio ex-ante.

- Effettua il monitoraggio sul portafoglio di investimenti alternativi analizzando la reportistica periodica fornita dai gestori dei FIA e redige delle relazioni che riportano gli esiti dell'analisi effettuata.
- Monitora l'andamento dei derivati di copertura in caso di utilizzo degli stessi nell'ambito della risk policy.
- Verifica lo stile di gestione e i costi sostenuti attraverso:
 - il calcolo dell'indice di rotazione del portafoglio (turnover ratio) al fine di accertare che lo stile di gestione sia in linea con la politica di investimento approvata;
 - l'analisi dei costi di negoziazione sostenuti dal gestore e delle controparti contattate al fine di verificare che il processo di selezione degli intermediari avvenga in maniera trasparente.
- Monitora i flussi esterni al fine di verificare che lo scambio di dati con i soggetti esterni avvenga in maniera trasparente e corretta (es. flussi con il depositario, Autorità di vigilanza etc.).
- Analizza la reportistica prodotta dal Depositario in materia di limiti di investimento e comunica al Consiglio di Amministrazione l'esito della verifica.

La descrizione dettagliata dei controlli effettuati è riportata nel Manuale dei controlli della gestione finanziaria.

Periodicità dei controlli

Il responsabile dell'attività di controllo sulla gestione finanziaria effettua mensilmente le relative verifiche e predispone con la stessa frequenza i report di sintesi, recanti gli esiti delle analisi effettuate, che vengono trasmessi al Consiglio di Amministrazione in occasione delle riunioni periodiche. Relaziona sull'attività svolta con cadenza almeno trimestrale, in occasione delle riunioni del CdA e, comunque, in caso di specifica richiesta.

Controlli esterni

I controlli esterni che la normativa affida al Depositario sono finalizzati alla verifica del rispetto dei limiti di legge e contrattuali. Il Depositario:

- verifica la conformità alla normativa, allo Statuto o al Regolamento del Fondo delle istruzioni impartite dall'eventuale soggetto gestore del patrimonio del Fondo;

- verifica il rispetto degli eventuali limiti all'investimento, legali e/o regolamentari concordati con il Fondo.

Le verifiche del Depositario si estendono fino alla legittimità delle operazioni, facendo assumere a questa figura il duplice ruolo di esecutore-controllore dell'attività svolta dal Fondo. Il legame diretto con l'Autorità di Vigilanza enfatizza ulteriormente la valenza del ruolo di controllore attribuito alla banca depositaria dalla normativa italiana.

Il Fondo è iscritto all'Albo dei Fondi pensione ed è soggetto al controllo dell'Autorità di Vigilanza (COVIP).

Allegati:

Allegato 1 *La definizione di un portafoglio di bond High Yield ed Emerging Markets*

Allegato 2 *L'Asset Allocation Strategica del PdM e PdA*

Allegato 3 *I limiti di investimento del PdC*

Allegato 4 *Delibera CdA su definizione dei poteri di firma ed attribuzione delle deleghe*

Omissis