



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

CdA del 22 febbraio 2024

Fondo Pensione di Previdenza Complementare preesistente a prestazione definita

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

Indice

Cronologia delle modifiche apportate al documento.....	4
Premessa.....	4
Le caratteristiche generali del Fondo	6
I destinatari	6
Tipologia e natura giuridica	7
La gestione diretta degli investimenti.....	7
La politica di investimento del Fondo e le modalità d’attuazione della gestione diretta.....	8
Il processo decisionale	8
Gli obiettivi della gestione finanziaria.....	10
L’individuazione delle passività del Fondo.....	10
La definizione dei portafogli del Fondo	11
Il Portafoglio di Copertura (PdC).....	11
Le finalità del Portafoglio di Copertura.....	12
Il Portafoglio di Lungo Periodo (PdLP)	15
Il Portafoglio di investimenti Alternativi (PdA).....	15
Il Portafoglio di Mercato (PdM)	16
La definizione e gli obiettivi del Portafoglio di Lungo Periodo.....	17
L’Asset Allocation Strategica del Portafoglio di Lungo Periodo	17
L’assegnazione del benchmark strategico al PdM	18
L’assegnazione del benchmark strategico al PdA	19
Le probabilità di successo dell’AAS per il Portafoglio di Lungo Periodo	20
La stima del "Value at Risk" per il PdM	21
Modalità di gestione del PdC	22
Iter di selezione degli strumenti finanziari acquistati nel PdC e nel PdM.....	25
Iter di selezione dei FIA per il PdA	25
La determinazione dell’AAS per il portafoglio complessivo del Fondo.....	27
Il processo di revisione dell’Asset Allocation Tattica	28

Definizione dello stile di investimento del PdM	30
La Risk Policy del PdM.....	30
Turnover di portafoglio.....	32
Fattori ambientali, sociali e di governo societario	32
Strategia in materia di diritti di voto.....	33
I soggetti presenti nel processo d'investimento.....	33
Consiglio di Amministrazione.....	33
Commissione per gli Investimenti.....	34
Consulente Finanziario	35
Direttore Generale.....	36
Ufficio Finanza	36
Depositario.....	37
Funzione fondamentale di gestione dei rischi	37
Funzione fondamentale attuariale	38
Funzione fondamentale di revisione interna.....	38

Allegati

Allegato 1 L'Asset Allocation Strategica del Portafoglio di Lungo Periodo

Allegato 2 I limiti di investimento del PdC

Cronologia delle modifiche apportate al documento

Num.	Data	Storico	Compilato da	Verificato	Approvato da
-	18/12/2012	Prima emissione	UF	DG	CdA
1	13/11/2018	Revisione	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	Revisione triennale	UF	DG	CdA
7	22/02/2024	Revisione triennale	UF	DG	CdA

In ottemperanza all'art. 2, comma 5, della Deliberazione Covip del 16 marzo 2012, che dispone: *"In un'apposita sezione del documento sono annotate le modifiche apportate nell'ultimo triennio, una sintetica descrizione delle stesse e le date in cui sono state effettuate"* il Fondo dichiara che nel corso dell'ultimo triennio non sono state effettuate modifiche.

Premessa

Il Documento sulla Politica d'Investimento (DPI) ha lo scopo di definire la strategia finanziaria che il Fondo - gestendo il Patrimonio direttamente - intende attuare per ottenere un proficuo impiego delle risorse affidate attraverso combinazioni rischio-rendimento efficienti, in grado di assicurare con un elevato grado di fiducia la sostenibilità degli 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.

Nel documento sono indicati gli obiettivi che il Fondo mira a realizzare con riferimento all'attività complessiva legata alla gestione diretta delle risorse.

Gli obiettivi sono definiti su 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.¹

Si specifica che il presente DPI non rappresenta un vincolo contrattuale. Conseguentemente non potrà essere avanzata alcuna azione, lamentela o richiesta sulla base delle informazioni ivi contenute, se non riportate nello Statuto e nel Regolamento del Fondo.

Le caratteristiche generali del Fondo

Il Fondo Pensione per gli Agenti Professionisti di Assicurazione è una forma pensionistica complementare preesistente di cui all'art. 20 del d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 in regime di prestazione definita. 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 diretta delle risorse nell'esclusivo interesse degli aderenti ed 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.

I destinatari

Possono iscriversi al Fondo:

- Gli Agenti professionisti che svolgono attività agenziale in Italia, Stato Città del Vaticano e San Marino per le Imprese aderenti², 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.

² Per Imprese aderenti si intendono le compagnie di assicurazione aderenti all'ANIA nonché le medesime non aderenti all'ANIA che in futuro accettino lo Statuto, il relativo Regolamento di esecuzione e ogni altra norma disciplinante il Fondo.

Tipologia e 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.

La gestione diretta degli investimenti

La gestione degli investimenti patrimoniali attuata in forma diretta, ad oggi senza mandati di gestione, si ispira a criteri di prudenza, trasparenza, di diversificazione del rischio, di ottimizzazione dei rendimenti ed è vincolata alla distribuzione temporale degli esborsi derivanti dagli impegni verso gli aderenti ed al contenimento dei costi.

Il Fondo è articolato in due Gestioni distinte, entrambe caratterizzate da un modello 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)³.

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

³ Il contributo versato dagli agenti aderenti alla Gestione Integrativa può essere maggiorato discrezionalmente rispetto all'importo minimo indicato dallo Statuto.

La politica di investimento del Fondo e le modalità d'attuazione della gestione diretta

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 di investimento del Fondo, delibera gli obiettivi di copertura in ottica ALM, l'*Asset Allocation*, Strategica (AAS) e Tattica (AAT), la politica di rischio e le proposte di investimento riferite ai Fondi Alternativi. Attribuisce con specifica deliberazione il potere di attuare la politica di investimento e conferisce la delega per l'operatività sui mercati finanziari. Inoltre, monitora l'andamento della gestione finanziaria;
- la **Commissione per gli Investimenti (CI)**, organo consultivo istituito dal CdA, formula raccomandazioni, esprime pareri sulle proposte del Responsabile dell'Ufficio Finanza in materia di obiettivi di copertura in ottica ALM, AAS ed AAT ed in materia di investimenti nella categoria degli Alternativi (FIA). Inoltre, esprime pareri anche sulle proposte del Titolare della funzione di gestione dei rischi in tema di *Risk Policy*;
- l'**Ufficio Finanza (UF)** si occupa della gestione diretta del patrimonio del Fondo nel rispetto della politica strategica e tattica, della *Risk Policy* e del sistema dei limiti stabiliti dal CdA. In coordinamento con il Consulente finanziario predispone le proposte in merito agli obiettivi di copertura in ottica ALM, di modifica dell'AAS e dell'AAT. Infine, monitora l'andamento dei portafogli e relaziona al CdA sull'andamento dell'attività di gestione.

Schematizzazione del processo di FPA

Procedura ordinaria

- Definisce la politica di investimento del Fondo con cadenza almeno triennale;
- Delibera con cadenza triennale le assunzioni in termini di rischio rendimento in chiave strategica del Portafoglio di Lungo Periodo (AAS) in occasione della contestuale revisione del presente documento;
- Delibera con cadenza triennale la *Risk Policy* tenendo conto delle indicazioni fornite dal Titolare della Funzione di gestione dei rischi;
- Annualmente delibera la % minima di copertura delle passività da effettuare tramite PdC e i relativi limiti;
- Annualmente delibera l'AA Tattica (AAT) del PdM e i relativi limiti;
- Delibera gli investimenti nei FIA;
- Verifica l'andamento della gestione finanziaria.

- Valuta preventivamente rispetto al CdA la revisione del DPI;
- Valuta preventivamente rispetto al CdA le proposte del Responsabile dell'Ufficio Finanza del Fondo in materia di obiettivi di copertura in ottica ALM, AAS ed AAT e delle scelte d'investimento riguardanti i FIA;
- Valuta preventivamente rispetto al CdA la proposta del Titolare della funzione di gestione dei rischi in tema di *Risk Policy*;

- Contribuisce all'impostazione della politica di investimento;
- Gestisce direttamente i portafogli nel rispetto di quanto stabilito dal CdA;
- Predispone le proposte in merito agli obiettivi di copertura in ottica ALM, AAS ed AAT;
- Relaziona al 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 PER GLI
INVESTIMENTI (CI)**
ORGANO CONSULTIVO DEL CDA

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

Procedura d'urgenza

- **In caso di superamento della soglia di tollerabilità di rischio "intermedia" (soglia intermedia)**
il Responsabile dell'Ufficio Finanza ha la facoltà di valutare eventuali interventi di riduzione della rischiosità e i limiti d'investimento dell'AAT non si applicano.

- **In caso di superamento della soglia di tollerabilità di rischio "massima" (soglia inferiore)**
Il *Risk Manager* segnala via posta elettronica al Direttore ed al Responsabile dell'Ufficio Finanza. Il Presidente/Direttore provvede, entro i successivi due giorni lavorativi, a convocare d'urgenza il CdA per assumere le necessarie deliberazioni. I limiti di investimento dell'AAT non si applicano.

Gli obiettivi della gestione finanziaria

Il Fondo ha definito gli obiettivi della gestione finanziaria al fine di mantenere l'equilibrio attuariale ed ottimizzare la probabilità di conseguire nel medio-lungo periodo un rendimento in linea con quello assunto nel bilancio tecnico.

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 un modello strategico di gestione diretta degli investimenti finalizzato a realizzare la copertura degli impegni pensionistici relativi a ciascun anno di gestione.

Poiché le rendite erogate dal Fondo sono determinate con il 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 individuato dal CdA per l'attività d'investimento vi è l'approccio LDI (*Liability Driven Investment*) realizzato con tecniche di ALM (*Asset Liability Management*).

Di seguito vengono descritte le fasi del processo d'investimento del patrimonio del Fondo secondo l'approccio LDI. Le logiche descritte sono applicate ad entrambe le Gestioni (Ordinaria e Integrativa).

L'individuazione delle passività del Fondo

I saldi previdenziali⁴ prospettici del Fondo vengono stimati annualmente in occasione della redazione del bilancio tecnico. Le stime coprono un orizzonte temporale fino all'estinzione dell'intera collettività che risulta presente alla data di stesura del bilancio tecnico (redatto a capitalizzazione composta ed a gruppo chiuso). Detti saldi previdenziali quando negativi costituiranno le passività oggetto di copertura da parte degli attivi del Fondo.

⁴ Per ogni anno t-esimo di gestione presente nel bilancio tecnico si ha $Saldo\ previdenziale_t = Contributi_t - Prestazioni_t = Contributi_t - (Oneri\ per\ Pensioni_t + Oneri\ per\ Uscite\ Anticipate_t)$.

La definizione dei portafogli del Fondo

In funzione dell'approccio LDA adottato per la gestione finanziaria, il patrimonio del Fondo è allocato in due portafogli:

- Portafoglio di Copertura (PdC)
- Portafoglio di Lungo Periodo (PdLP)

Il PdC ha l'obiettivo di fronteggiare, in prima istanza, le passività del Fondo, mentre il Portafoglio di Lungo Periodo non avendo tale incombenza nei primi anni di sviluppo del bilancio tecnico è composto da investimenti principalmente azionari ed illiquidi per generare rendimenti nel lungo periodo. All'interno del Portafoglio di Lungo Periodo, le *asset class* appartenenti ai mercati pubblici rientrano nel perimetro di un portafoglio definito Portafoglio di Mercato (PdM), mentre le illiquide sono raggruppate nel Portafoglio di investimenti Alternativi (PdA).

Nel seguito verrà presentata una disamina dei differenti raggruppamenti dei portafogli.

Il Portafoglio di Copertura (PdC)

È 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 quali BTP di tipo nominali ed *inflation linked*, STRIP e CCT).

Attraverso il PdC è possibile investire anche in obbligazioni societarie o emesse da Paesi Sviluppati, Emergenti e di Frontiera sia con *rating investment grade* che *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 (ovvero per *S&P* e *Fitch* al di sotto del rating BBB- mentre per *Moody's* al di sotto della classificazione Baa3) e, quindi, da un più alto livello di rischio. A titolo esemplificativo si riporta, nel seguito, la classificazione degli emittenti secondo MSCI⁵.

⁵ <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/market-classification>

Developed Markets			Emerging Markets			Frontier Markets		
Americas	EMEA	APAC	Americas	EMEA	APAC	Americas	EMEA	APAC
Canada USA	Austria Belgium Denmark Finland France Germany Ireland Israel Italy Netherlands Norway Portugal Spain Sweden Switzerland UK	Australia Hong Kong Japan New Zealand Singapore	Brazil Chile Colombia Mexico Peru	Czech Republic Egypt Greece Hungary Kuwait Poland Qatar Saudi Arabia South Africa Turkey UAE	China India Indonesia Korea Malaysia Philippines Taiwan Thailand	—	Bahrain Benin* Burkina Faso* Croatia Estonia Guinea-Bissau* Iceland Ivory Coast* Jordan Kazakhstan Kenya Latvia Lithuania Mali* Mauritius Morocco Niger* Nigeria Oman Romania Senegal* Serbia Slovenia Togo* Tunisia	Bangladesh Pakistan Sri Lanka Vietnam

In aggiunta, all'interno del PdC, è ricompresa la partecipazione in chiave strategica nel capitale sociale della Banca d'Italia. La stessa, detenuta con logica di immobilizzazione, non risultando quotata nel mercato regolamentato è valorizzata a costo storico.

Le finalità del Portafoglio di Copertura

Le passività di cui ai paragrafi precedenti, desunte dal bilancio tecnico redatto annualmente dall'Attuario tempo per tempo incaricato, vengono analizzate separatamente con riferimento a due periodi distinti:

- a) il primo comprensivo dei primi 30 anni di sviluppo del bilancio tecnico;
- b) il secondo riferito agli anni di proiezione restanti del bilancio tecnico successivi al primo trentennio, ovvero sino all'estinzione dell'intera collettività che risulta presente alla data del bilancio tecnico.

L'obiettivo primario è destinare una parte consistente del patrimonio alla copertura delle passività di cui al punto a) attraverso l'impiego in strumenti obbligazionari utilizzati per il *cash flow matching* su tutte le scadenze.

La modalità con cui s'intende raggiungere la percentuale di copertura delle passività attraverso il PdC potrà avere una certa elasticità.

Sia l'ammontare di risorse da destinare al PdC che la modalità con la quale raggiungere la percentuale di copertura obiettivo sono definite sulla base di studi quantitativi posti in essere dall'Ufficio Finanza.

Gli attivi con funzione di copertura sono considerati alla stregua di immobilizzazioni, pertanto vengono iscritti nel bilancio civilistico al costo storico/ammortizzato⁶ e classificati nel portafoglio titoli definito Portafoglio di Copertura. 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 ampio per consentire alla quota di attività residue assegnate al Portafoglio di Lungo Periodo, ricomprese nel sottoinsieme Portafoglio di investimenti Alternativi e nel sottoinsieme Portafoglio di Mercato, di cogliere le migliori opportunità di rendimento nel lungo periodo;
- l'opportunità di disporre di strumenti di copertura molto liquidi fino alla scadenza di 30 anni.

La parte residua del Patrimonio, destinata a costituire il montante al termine del trentennio necessario alla copertura delle passività residue, dovrà perseguire finalità 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 esteso al fine di far emergere nel PdM *l'equity risk premium*, che nel

⁶ In ossequio all'OIC 20 per i titoli di debito acquistati con logica d'immobilizzazione a partire dal 31-12-2022.

lungo periodo caratterizza i mercati azionari, e nel PdA il premio per l'illiquidità (tipico di alcune *asset class* come ad esempio il *Private Equity*) beneficiando al contempo, in virtù della caratteristica decorrelazione rispetto alle *asset class* tradizionali, della diversificazione offerta in termini di rischio.

L'obiettivo è quello di realizzare degli *excess return* rispetto al tasso tecnico (attualmente fissato al 3,00%), che garantisce l'equilibrio nel bilancio attuariale tra patrimonio destinato alle prestazioni e riserve tecniche maggiorate del 4,00%, cioè comprensive delle attività supplementari (art. 5 DM 259/12).

Il PdC, costituito dal totale degli attivi gestiti a copertura delle passività del primo trentennio, è composto, sostanzialmente, da titoli destinati ad essere mantenuti fino alla 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, l'indice LEATTREU che rappresenta l'obbligazionario *All Maturities* in Euro.

Benchmark del PdC		
Ticker Bloomberg	Descrizione	Peso
LEATTREU <i>index</i>	Indice Obbligazionario in Euro <i>All Maturities</i>	100%

Il rendimento atteso (TIR a scadenza) del PdC, dovrà essere in linea con il tasso tecnico, attualmente fissato al 3,00%, che garantisce l'equilibrio nel bilancio tecnico. 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, a meno che non vengano rilevati, attraverso l'*impairment test*, casi particolari di titoli con perdite "durevoli", per i quali vengono effettuate nel bilancio civilistico specifiche svalutazioni. Il rischio di *default* di uno Stato sovrano dell'area Euro non viene di fatto considerato.

Nel PdC è prevista la possibilità di utilizzare anche strumenti di credito ad alto rendimento poiché, su determinati orizzonti temporali, diversificare opportunamente un portafoglio costituito quasi integralmente da titoli di Stato di elevata qualità con obbligazioni *High Yield* ed *Emerging Markets* può apportare un miglioramento del profilo rischio/rendimento.

Si precisa che il principale rischio di un portafoglio di obbligazioni *High Yield* è il rischio di credito ovvero il verificarsi di una diminuzione del prezzo dei titoli a seguito di una variazione sfavorevole del merito creditizio oltre che naturalmente al *default* dell'emittente nel caso peggiore. La più efficace 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 altra tipologia di Fondi opportunamente selezionata) che avrebbe sicuramente il vantaggio di garantire l'esposizione ad un numero molto elevato di emittenti a costi molto contenuti.

Il Portafoglio di Lungo Periodo (PdLP)

Il Portafoglio di Lungo Periodo (PdLP), come descritto nei paragrafi precedenti, è costituito dalle *asset class* appartenenti ai mercati pubblici e dalla liquidità, che rientrano nel perimetro del Portafoglio di Mercato (PdM) e dalle *asset class* illiquide raggruppate nel Portafoglio di investimenti Alternativi (PdA).

Il Portafoglio di investimenti Alternativi (PdA)

In questo portafoglio vengono ricompresi gli investimenti con caratteristiche di illiquidità e profilo rischio/rendimento non paragonabili alle *asset class* tradizionali. In particolare, nel PdA confluiscono:

- a) FIA (Fondi di Investimento Alternativi):
 - *Private Equity*;
 - *Private Debt*;
 - *Real Estate*;
 - Infrastrutturali;
 - Altri.

- b) Investimenti immobiliari effettuati attualmente tramite la società Agenim s.r.l. (partecipata dal Fondo al 99,98%) o tramite altri fondi immobiliari.

Il Portafoglio di Mercato (PdM)

Si tratta di un portafoglio caratterizzato dalla presenza di una marcata componente azionaria che può ricomprendere le seguenti classi di investimenti:

- a) Azioni di società quotate riferite ai seguenti mercati:
- Europa;
 - USA;
 - Mercati Emergenti;
 - Giappone;
 - Paesi di Frontiera.
- b) Obbligazioni tra cui si distinguono:
- governative emesse da:
 - o Paesi Sviluppati;
 - o Paesi Emergenti;
 - o Paesi di Frontiera;
 - *corporate* di tipo:
 - o *Investment Grade*;
 - o *High Yield*;
 - o Convertibili.
- c) Liquidità e strumenti del mercato monetario riferiti a titoli di debito con vita residua entro i 12 mesi;
- d) 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, oltre che direttamente nelle *asset class* previste attraverso l'acquisto di singoli titoli, anche indirettamente tramite Fondi (oltre agli ETF) che investono in quelle categorie.

La definizione e gli obiettivi del Portafoglio di Lungo Periodo

Il processo di allocazione strategica prevede che sia data priorità al PdC. È infatti il PdC il primo portafoglio ad essere identificato quando il CdA stabilisce la percentuale di copertura delle passività relative ai primi trenta anni di gestione.

Il Portafoglio di Lungo Periodo, formato dal PdM e PdA, 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 oltre, eventualmente, alle residuali 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.

L'Asset Allocation Strategica del Portafoglio di Lungo Periodo

Il Portafoglio di Lungo Periodo, in particolar modo nella componente relativa al PdM, è esposto alle oscillazioni dei prezzi di mercato. Risulta, quindi, necessario elaborare, tramite un processo di *Asset Allocation* Strategica, dei portafogli ottimizzati sotto il profilo rischio/rendimento in grado di assicurare, in termini probabilistici, il conseguimento di un rendimento annualizzato lungo tutto il periodo di riferimento pari ad almeno il 3,00%.

Dopo aver individuato in aggregato il portafoglio più efficiente lo si ripartisce, sulla base dei criteri precedentemente esposti, nei due sottoinsiemi PdM e PdA.

Il processo di *Asset Allocation* Strategica 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 descritto nell'**Allegato n.1** (v. **Allegato n.1** "L'Asset Allocation Strategica del Portafoglio di Lungo Periodo") ed ha fornito i seguenti risultati:

<i>Asset Allocation Strategica</i>			
Asset Class	Portafoglio di Lungo Periodo	PdM	PdA
Azioni Globali	53,4%	85,6%	0,0%
Bond Govt Euro	2,0%	3,2%	0,0%
Inv Alternativi e immobiliari	37,6%	0,0%	100%
Bond HY	7,0%	11,2%	0,0%
Rendimenti	7,5%	8,4%	5,9%
Volatilità	9,0%	12,7%	4,2%

Tra i vari portafogli ottimizzati la scelta è ricaduta sul portafoglio con un rendimento atteso pari al 7,5% e con una volatilità del 9,0%.

L'assegnazione del benchmark strategico al PdM

Poiché la quota di investimenti alternativi e immobiliari, pari complessivamente a circa il 37,6%, viene attribuita per il 100% al sottoinsieme del PdA, ne consegue che il peso del PdM sarà pari al 62,4%. Nel seguito si riporta la composizione del *benchmark* strategico per tale sottoinsieme.

<i>Benchmark - Portafoglio di Lungo Periodo - PdM</i>		
<i>Ticker Bloomberg</i>	Descrizione	Pesi
SPTR500N <i>index</i>	Indice Azionario Usa	40,1%
MSDEEMUN <i>index</i>	Indice Azionario Europa	26,3%
TPXDDVD <i>index</i>	Indice Azionario Giappone	4,8%
NDUEEGF <i>index</i>	Indice Azionario <i>Emerging Markets</i>	14,4%
LEATTREU <i>index</i>	Indice Obbligazionario in Euro <i>All Maturities</i>	3,2%
IBOXXMJA <i>index</i>	Indice Obbligazioni societarie ad alto rendimento	11,2%

Nella tabella seguente sono riportati per il PdM i pesi delle *asset class* azionarie considerate nell'ottimizzazione in aggiunta alle *asset class* obbligazionarie.

AAS - PdM	
<i>Asset Class</i>	Pesi
Azioni Globali	85,6%
<i>USA</i>	<i>40,1%</i>
<i>Europa</i>	<i>26,3%</i>
<i>Giappone</i>	<i>4,8%</i>
<i>Emerging Markets</i>	<i>14,4%</i>
Bond Govt Euro	3,2%
Bond HY	11,2%

La precedente *Asset Allocation* Strategica del PdM diviene, quindi, la base di partenza per le ottimizzazioni in chiave tattica che verranno realizzate annualmente per modificare l'esposizione di tale sottoinsieme, in modo da tener conto delle aspettative in termini di rischio e rendimento di breve periodo, riferite alle *asset class* selezionate nell'universo investibile tramite il PdM.

L'assegnazione del benchmark strategico al PdA

In analogia con il PdM, anche per il PdA si è individuato il *benchmark* strategico la cui composizione viene riportata nel seguito.

<i>Benchmark - Portafoglio di Lungo Periodo - PdA</i>	
Descrizione	Pesi
<i>Private Equity</i> Globale	39,9%
<i>Private Debt</i> Globale	8,0%
<i>Infrastructure</i> Globale	30,9%
<i>Real Estate</i> Globale	21,2%

Il PdA, non avendo compiti di copertura di breve periodo, avrà il tempo necessario per far esprimere la redditività degli investimenti illiquidi di cui è composto sfruttandone la caratteristica decorrelazione dalle *asset class* tradizionali. Ai sensi della normativa in materia di limiti d'investimento tale portafoglio potrà avere un peso massimo del 20% dell'intero patrimonio del Fondo.

Le probabilità di successo dell'AAS per il Portafoglio di Lungo Periodo

Al fine di testare la probabilità di conseguire rendimenti pari o maggiori del *target* minimo necessario per l'equilibrio tecnico della gestione (3,00% annuo) su un orizzonte temporale sufficientemente ampio, sono state stimate le probabilità per il Portafoglio di Lungo Periodo di raggiungere tale risultato su orizzonti di 15, 20, 25 e 30 anni. Nel calcolo di tali probabilità sono state considerate le passività, attualmente non fronteggiate dal PdC, cui dovrà farsi carico il Portafoglio di Lungo Periodo.

Probabilità dell'AAS di conseguire il 3,00%		
Orizzonte Temporale	Gestione Ordinaria	Gestione Integrativa
15Y	96,0%	95,9%
20Y	97,8%	97,0%
25Y	98,5%	97,7%
30Y	98,5%	98,1%

Come si può osservare, l'*Asset Allocation* Strategica del Portafoglio di Lungo Periodo con volatilità del 9,0% ed un rendimento atteso del 7,5% sull'orizzonte dei 15 anni ha una probabilità di conseguire un rendimento annualizzato del 3,00% annuo composto di circa il 96,0% per entrambe le Gestioni, che arriva rispettivamente per la Gestione Ordinaria e per la Gestione Integrativa al 98,5% ed al 98,1% sull'orizzonte dei 30 anni.

La stima del "Value at Risk" per il PdM

La perdita attesa del PdM, espressa dal VaR⁷, è stimata con probabilità del 5% e dell'1% sull'orizzonte di un anno (Per maggiori dettagli vedi **Allegato n.1** "L'Asset Allocation Strategica del Portafoglio di Lungo Periodo"). I risultati sono riportati nella tabella seguente.

PdM	
<i>Asset Class</i>	<i>Pesi</i>
Azioni Globali	85,6%
<i>Usa</i>	<i>40,1%</i>
<i>Europa</i>	<i>26,3%</i>
<i>Giappone</i>	<i>4,8%</i>
<i>Emerging Markets</i>	<i>14,4%</i>
Bond Govt Euro	3,2%
Bond HY	11,2%

Rendimento	8,4%
Volatilità	12,7%
VaR 5% 1 anno	-12,1%
Var 1% 1 anno	-21,0%

Si osserva che la composizione del sottoinsieme PdM, estrapolata dall'AAS del Portafoglio di Lungo Periodo, presenta una componente azionaria globale dell'85,6% circa, una volatilità del 12,7% ed un rendimento atteso pari all' 8,4% circa. Il rapporto rendimento/rischio si colloca a 0,66 ed il VaR al 5% ad un anno è pari al -12,1%, mentre il VaR all'1% sul medesimo orizzonte temporale si attesta al -21,0%.

Date le ipotesi di rischio-rendimento assunte nell'AAS è possibile osservare l'effetto della diversificazione temporale sulla stima del VaR al 5% per il PdM.

⁷ Per la determinazione del VaR è stato utilizzato un approccio simulativo.

L'effetto della diversificazione temporale sul rischio del PdM		
Anni	VaR 5%	VaR 5% annualizzato
1	-12,1%	-12,1%
5	-7,6%	-1,6%
10	10,5%	1,0%
15	38,8%	2,2%
20	77,8%	2,9%
25	132,9%	3,4%
30	193,8%	3,8%

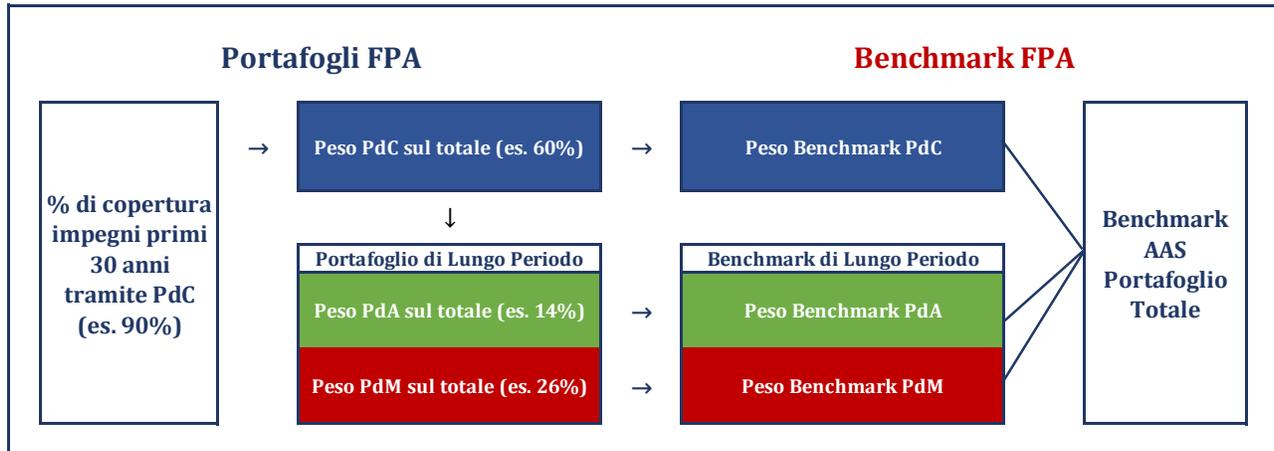
Come si può notare, per l'orizzonte più breve, il portafoglio può registrare perdite anche significative con probabilità pari al 5%. Tuttavia, allungando l'orizzonte di investimento, anche il 5% dei rendimenti peggiori della distribuzione diventano positivi. In particolare, sull'orizzonte dei 30 anni, il portafoglio ha il 95% di probabilità di realizzare un rendimento medio annuo composto pari o superiore al 3,8%, pertanto, ampiamente superiore al rendimento tecnico di equilibrio con il quale sono attualizzate le passività del Fondo all'interno del Bilancio Tecnico.

Modalità di gestione del PdC

La quota di obbligazioni detenute dal Fondo deriva principalmente dalla percentuale del PdC sul totale degli *asset* e dalla sua composizione. Il peso del PdC, a sua volta, è stabilito dal livello di copertura delle passività che viene deliberato dal CdA.

Il CdA, preso atto dei risultati del Bilancio tecnico attuariale con il dettaglio dei flussi prospettici per anno di gestione - su proposta del Responsabile dell'Ufficio Finanza, sentito il parere del Titolare della funzione attuariale e 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, per ciascuna delle due Gestioni, delibera, generalmente con cadenza annuale, il livello obiettivo di copertura delle passività dei primi 30 anni di gestione, 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 in ogni caso valido fino a 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 Portafoglio di Lungo Periodo. Successivamente alla definizione dei portafogli è individuabile il peso dei *benchmark* dell'AAS del portafoglio complessivo.

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 soddisfi le esigenze di copertura delle passività nel primo trentennio.

Il CdA, indicativamente, procede con la delibera del livello della percentuale di copertura durante i primi mesi dell'anno, dopo aver preso atto dei flussi attuariali derivanti dalle elaborazioni del bilancio tecnico. Successivamente, in occasione delle periodiche riunioni il CdA verifica che la percentuale di copertura degli impegni deliberata risulti rispettata.

In occasione della predetta delibera, l'Ufficio Finanza procede al ripristino della copertura del trentesimo anno da parte del PdC quantificando, sulla base della percentuale di copertura determinata dal CdA, gli importi, per le rispettive Gestioni, da trasferire dal Portafoglio di Lungo Periodo al PdC. Tale operatività si rende necessaria al fine di riproporre, al termine di ogni anno di gestione, la copertura del trentennio così come rideterminato tenendo conto dell'anno trascorso.



L'Ufficio Finanza, delegato dal CdA alla gestione patrimoniale, ha 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 del margine di tolleranza definito dal CdA in sede di approvazione dell'AAS.

Il CdA stabilisce anche i limiti d'impiego nei vari strumenti finanziari utilizzati all'interno del PdC (vedi **Allegato n.2** - I limiti di investimento del PdC). In particolare, su proposta del Responsabile dell'Ufficio Finanza, e previo parere favorevole della CI, il

CdA definisce delle percentuali massime in base alla tipologia, alla valuta ed al merito di credito degli emittenti.

Iter di selezione degli strumenti finanziari acquistati nel PdC e nel PdM

L'Ufficio Finanza, al fine di cogliere opportunità di mercato legate al più breve periodo, implementa l'AAT ed esegue in modo diretto gli investimenti/disinvestimenti degli strumenti non alternativi. Nelle ipotesi in cui un'operazione possa essere in conflitto di interesse, in base alla normativa vigente e all'ordinamento interno del Fondo, provvede a darne immediata comunicazione al Direttore Generale.

A seconda della tipologia di investimento, ci si avvale di differenti procedure per la selezione delle migliori opportunità. Per *l'asset class* azionaria 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 operativo delle procedure dell'Ufficio Finanza".

Iter di selezione dei FIA per il PdA

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

Come esposto nei paragrafi precedenti, la decisione di inserire una quota di investimenti alternativi, oltre a rispondere al principio di diversificazione per mezzo della decorrelazione dalle *asset class* tradizionali, è volta a beneficiare, in un orizzonte di investimento di lungo periodo, del premio per l'illiquidità che caratterizza questi strumenti finanziari.

L'Ufficio Finanza con il supporto del Consulente finanziario, nell'ambito *dell'Asset Allocation* Strategica definita dal Consiglio di Amministrazione, elabora le proposte di sottoscrizione nella categoria degli Investimenti Alternativi da sottoporre al CdA, sentita la Commissione per gli 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 della *due diligence* giuridico-legale. Spetta al Direttore Generale la verifica dell'esito della *due diligence*. In caso di esito positivo, l'Ufficio Finanza dà seguito 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 dal Titolare della funzione di gestione dei rischi - e la valutazione degli investimenti in strumenti alternativi. Il CdA dà adeguata informativa e lascia traccia delle proprie attività - *ex ante* (fase di delibera) ed *ex post* (fase di monitoraggio) - nei relativi verbali.

In linea di principio, le proposte formulate dall'Ufficio Finanza sono basate su ricerche di tipo *top-down* a partire dall'individuazione della strategia d'investimento per la quale si intende avviare la selezione. I tratti distintivi dell'attività di selezione possono essere identificati nell'analisi comparativa sia di tipo qualitativo che quantitativo dei gestori (GEFIA) caratterizzati da un oggettivo e rilevante *standing*. Dal punto di vista qualitativo sarà data rilevanza alla strutturazione ed all'esperienza del *team* di gestione dei FIA selezionati; sul piano quantitativo, sarà attenzionata 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 riscontrate e possibilmente integrate da informazioni ottenibili da piattaforme esterne di raccolta ed elaborazioni dati dei GEFIA. I Fondi *target*, verso cui indirizzare gli approfondimenti, vengono individuati garantendo un'opportuna diversificazione all'interno del Portafoglio di Alternativi sotto il profilo geografico, settoriale ed in base alla tipologia e dal vintage dell'investimento.

Una volta identificata la soluzione di investimento, il Titolare della 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.

La determinazione dell'AAS per il portafoglio complessivo del Fondo

L'*Asset Allocation* Strategica per il portafoglio complessivo del Fondo deriva dall'aggregazione in un unico portafoglio del PdC e del Portafoglio di Lungo Periodo (formato dal PdM e dal PdA). Ogni portafoglio viene costruito seguendo la logica più adatta a realizzare l'obiettivo specifico ad esso assegnato.

L'aver adottato un approccio LDI per la gestione finanziaria del Fondo comporta con periodicità annuale, indicativamente dopo aver ricevuto le elaborazioni da parte dello studio attuariale, la determinazione della percentuale di copertura *target* in chiave ALM e, di conseguenza, il peso corrispondente del PdC. Tuttavia, le assunzioni in termini di rischio rendimento in chiave strategica del Portafoglio di Lungo Periodo sono revisionate con periodicità triennale da parte del CdA in occasione della contestuale revisione del presente documento e dell'aggiornamento della *Risk Policy*.

L'*iter* di revisione periodico dell'*Asset Allocation* Strategica prevede le seguenti fasi:

1. L'Ufficio Finanza, nell'ambito del processo di revisione del presente documento, illustra una proposta alla Commissione per gli Investimenti relativa all'AAS ed ai limiti del PdC (All.2);
2. Il Titolare della funzione di gestione dei rischi predispone la proposta di *Risk Policy*, anche avvalendosi del supporto dell'Ufficio Finanza;
3. La Commissione per gli Investimenti esprime un parere sulle proposte;
4. L'Ufficio Finanza presenta al CdA le proposte riferite all'AAS ed alla *Risk Policy*, avendo acquisito parere favorevole da parte della Commissione per gli Investimenti;
5. Il CdA delibera in merito alle proposte ricevute.

A titolo puramente esemplificativo si riporta nel seguito l'AAS del portafoglio complessivo del Fondo in aggiunta al dettaglio per ciascuno dei due portafogli avendo assunto un peso del 60% per il PdC (percentuale derivante da un ipotetico livello di

copertura delle passività deliberato dal CdA per il primo trentennio) e riproporzionato l'ASS del Portafoglio di Lungo Periodo introdotta in precedenza.

<i>Asset Allocation Strategica</i>				
<i>Asset Class</i>	Totale	PdC	Portafoglio di Lungo Periodo	
			PdM	PdA
Azioni Globali	21,3%	0,0%	21,3%	0,0%
Bond Govt Euro	60,8%	60,0%	0,8%	0,0%
Inv Alternativi e immobiliari	15,1%	0,0%	0,0%	15,1%
Bond HY	2,8%	0,0%	2,8%	0,0%
Totale	100,0%	60,0%	24,9%	15,1%

Il PdC, dovendo seguire da vicino le passività del trentennio, è determinato da scelte che potrebbero essere definite di tipo *Bottom up*, cioè tarate sulle esigenze specifiche dei *cash flow* mentre l'AAS del Portafoglio di Lungo Periodo è perseguita con scelte di tipo *Top down*.

Il processo di revisione dell'Asset Allocation Tattica

Annualmente viene revisionata l'Asset Allocation Tattica (AAT) del PdM, a fronte del *benchmark* strategico di lungo termine, che determina delle allocazioni attive sulla base di una ottimizzazione effettuata tenendo conto delle prospettive attribuite a ciascuna *asset class*.

L'iter di revisione dell'Asset Allocation Tattica prevede le seguenti attività:

1. L'Ufficio Finanza illustra alla Commissione per gli Investimenti 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 Consulente finanziario;
2. La Commissione per gli 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 Commissione per gli Investimenti;
4. Il CdA delibera le linee guida dell'AAT, nonché i relativi scostamenti;
5. L'Ufficio Finanza implementa l'AAT.

L'*Asset Allocation* Tattica proposta al CdA, rispetto al *benchmark* di lungo periodo, ha come *input* le attese di rendimento e di rischio di breve termine delle *asset class* ritenute ammissibili per il PdM.

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

Il Responsabile dell'Ufficio Finanza ed il Consulente finanziario preparano per la Commissione per gli Investimenti il documento che contiene le previsioni dei rendimenti attesi e della volatilità delle *asset class* di maggiore interesse, nonché il portafoglio efficiente che deriva dalle analisi della frontiera efficiente desunta dal processo di ottimizzazione precedentemente descritto.

L'AAT del PdM dovrà prevedere un investimento minimo del 60% nell'*asset class* azionaria in virtù dell'obiettivo di rendimento di lungo periodo.

Una volta acquisito il parere sull'AAT della Commissione per gli Investimenti, il Responsabile dell'Ufficio Finanza la propone al CdA per la discussione e l'approvazione che normalmente avviene in una delle riunioni di inizio anno.

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

Definizione dello stile di investimento del PdM

Una volta stabilita l'AAT del PdM, il processo di *asset selection* potrà essere effettuato sostanzialmente seguendo tre modalità finalizzate a:

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

La gestione attiva, alla data di revisione di questo documento, declinata nell'attività di *stock picking*, riguarda attualmente l'*asset class* Europa (e la sotto componente del mercato italiano) secondo le linee guida definite dall'Ufficio Finanza in un apposito documento tecnico che ne 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, l'azionario USA possono essere gestite attivamente in titoli o attraverso una mirata selezione di ETF che non necessariamente replichino il *benchmark*, ma che attraverso l'introduzione di un'esposizione fattoriale abbiano l'obiettivo di *extra* rendimento del portafoglio rispetto al *benchmark*.

La Risk Policy del PdM

Il PdM rappresenta la porzione del Portafoglio di Lungo Periodo quotata sui mercati regolamentati per la quale, quindi, sono quotidianamente disponibili dati per il monitoraggio dei rischi specifici delle relative *asset class*.

Come già analizzato, il PdM selezionato tra i vari portafogli efficienti riesce a realizzare, in ipotesi di normalità, già a partire dall'orizzonte dei 25 anni un rendimento medio annuo composto superiore rispetto al tasso tecnico di equilibrio con una probabilità almeno pari al 95%.

Su brevi orizzonti temporali, tuttavia, le distribuzioni dei rendimenti possono assumere conformazioni "non normali", comportando la possibilità di incorrere in perdite maggiori di quelle stimate con il modello basato sull'ipotesi gaussiana.

È stata, pertanto, definita una *Risk Policy* per il controllo e la gestione del rischio del PdM che consiste nel monitoraggio periodico di un indicatore di rischio *ex ante* - il VaR 5% sull'orizzonte mensile - e nella definizione delle azioni che dovranno essere messe in atto al superamento delle relative soglie di tolleranza individuate.

L'indicatore di rischio *ex ante* è calcolato con frequenza settimanale sulla base di un approccio stocastico simulativo che tiene conto delle più aggiornate informazioni che caratterizzano i mercati finanziari.

Come evidenziato in precedenza, il PdM con rendimento atteso dell'8,4% e volatilità del 12,7%, in ipotesi di distribuzione normale, ha un VaR⁸ 5% annuo del -12,5% che corrisponde ad un VaR 5% sull'orizzonte mensile del -6,0% (senza tener conto dell'ipotesi di rendimento atteso), livello che può essere inteso come la soglia di tollerabilità del rischio "intermedia" (soglia intermedia).

La soglia di tollerabilità del rischio "massima" (soglia inferiore) è stata invece determinata calibrando una distribuzione *t-Student* sui rendimenti realizzati dal PdM (tenendo fissi i pesi stabiliti nell' AAS) negli anni 2018-2023. Il processo ha determinato una distribuzione *t-Student* con 2,8 gradi di libertà che ben si adatta alla distribuzione empirica. Ciò ha permesso di stimare che il VaR 5% sull'orizzonte mensile del PdM, in condizioni di mercati con elevata volatilità, può arrivare fino al 10,7% (in analogia con quanto ipotizzato in ipotesi di normalità, senza tener conto dell'ipotesi di rendimento atteso).

Conseguentemente sono state definite le seguenti azioni:

- 1) finché il VaR 5% a un mese non scende al di sotto del -6,0%, la *Risk Policy* non opera;
- 2) quando il VaR 5% a un mese ricade nell'intervallo tra -6,0% e -10,7% è data facoltà al Responsabile dell'Ufficio Finanza, dopo aver monitorato le posizioni che

⁸ Secondo l'approccio parametrico.

contribuiscono maggiormente al rischio del portafoglio, di valutare eventuali interventi in riduzione della rischiosità;

- 3) se il VaR 5% a un mese scende al di sotto del -10,7%, ovvero se si è in presenza di una volatilità dei mercati ritenuta “estrema”, il *Risk Manager* dovrà segnalarlo via posta elettronica al Direttore ed al Responsabile dell’Ufficio Finanza. Il Direttore avvertirà tempestivamente il Presidente che convocherà d’urgenza una riunione del CdA da tenersi entro due giorni lavorativi per assumere le necessarie deliberazioni.

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

Nel momento in cui l’indicatore, dopo aver superato le soglie critiche, rientrasse nei livelli previsti nel caso 1), sarà il CdA, nella prima riunione utile, a valutare l’eventuale ripristino o modifica dei limiti tempo per tempo deliberati in relazione all’ AAT.

Turnover di portafoglio

Il *turnover* di portafoglio esprime la quota del portafoglio del Fondo che nell’anno di riferimento è stata “ruotata” ovvero sostituita con altri titoli o forme di investimento. A titolo esemplificativo un livello di *turnover* pari a 0,1 significa che il 10% del portafoglio è stato, durante l’anno, sostituito con nuovi investimenti, mentre un livello pari a 1 significa che tutto il patrimonio è stato durante l’anno oggetto di disinvestimento e reinvestimento. Il *turnover* è calcolato, secondo la deliberazione Covip del 22 dicembre 2020, come rapporto tra il valore minimo individuato tra quello degli acquisti e quello delle vendite di strumenti finanziari effettuati nell’anno ed il patrimonio di fine anno al netto della quota investita direttamente in immobili. Il Fondo definisce, sia per la Gestione Ordinaria che per la Gestione Integrativa, un livello massimo di rotazione annua del patrimonio pari a 1.

Fattori ambientali, sociali e di governo societario

Il Fondo attua un monitoraggio periodico sia dello stato d’avanzamento della tassonomia EU in ambito ESG che del quadro normativo di riferimento, analizzando con particolare riguardo le dinamiche in atto tra gli attori del sistema previdenziale domestico. Ciò detto, il Fondo non ha ritenuto di dotarsi di una *policy* relativa

all'implementazione dei criteri ESG all'interno del processo d'investimento. Tuttavia, sempre con maggior frequenza, al termine del processo di *asset selection* viene adottato un approccio *best in class* tra gli strumenti ritenuti assimilabili dal punto di vista rischio rendimento privilegiando quelli a più elevato *score* ESG.

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, tale da non prevedere 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 quotate delle quali si detiene una partecipazione azionaria.

I soggetti presenti nel processo d'investimento

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

Consiglio di Amministrazione

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

- nomina la Commissione per gli Investimenti;
- definisce la politica di investimento del Fondo effettuando le scelte strategiche di *Asset Allocation*, sulla base delle proposte formalizzate dal Responsabile dell'Ufficio Finanza, acquisito il parere dalla Commissione per gli Investimenti;
- attribuisce con specifica deliberazione il potere di attuare la politica di investimento e conferisce la delega per l'operatività sui mercati finanziari;

- definisce la *Risk Policy*, in base alla proposta del Titolare della funzione di gestione dei rischi, sentito il parere della Commissione per gli Investimenti;
- delibera annualmente per ciascuna Gestione il livello minimo di copertura delle passività da realizzare attraverso il Portafoglio di Copertura ed il margine di tolleranza rispetto a tale livello;
- delibera annualmente l'*Asset Allocation* Tattica per il PdM, proposta dal Responsabile dell'Ufficio Finanza con il supporto del Consulente finanziario, acquisito il parere dalla Commissione per gli Investimenti e stabilisce i relativi margini di scostamento;
- delibera sulle proposte di sottoscrizione nella categoria degli investimenti alternativi e in eventuali strumenti derivati;
- verifica il rispetto della politica di investimento e monitora l'andamento degli investimenti del Fondo, con particolare riguardo agli strumenti alternativi, esaminando i rapporti sulla gestione finanziaria prodotti dal Responsabile dell'attività di controllo della gestione finanziaria e dall'Ufficio Finanza;
- revisiona periodicamente (almeno ogni tre anni) e modifica, se necessario, la politica di investimento;
- valuta l'attività svolta dal Titolare della funzione di gestione dei rischi e del Titolare della funzione attuariale, assumendo le relative determinazioni;
- delibera l'affidamento e la revoca di eventuali mandati di gestione esterna.

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 generalmente in prossimità delle riunioni del CdA in cui è posta all'ordine del giorno una delibera in materia di gestione patrimoniale per al quale è richiesto il parere della Commissione stessa. La Commissione è supportata dal Responsabile dell'Ufficio Finanza e dal Consulente finanziario; agli incontri sono altresì invitati a partecipare il Direttore Generale ed il Presidente del Collegio Sindacale.

La Commissione per gli Investimenti esprime un parere sulle proposte da presentare al CdA formulate:

- dal Responsabile dell'Ufficio Finanza relative a:
 - revisione triennale del presente documento ivi compresa l'*Asset Allocation* Strategica;
 - determinazione delle percentuali massime degli strumenti finanziari da utilizzare per la copertura delle passività con il Portafoglio di Copertura;
 - determinazione del livello minimo di copertura delle passività da ottenere con il Portafoglio di Copertura;
 - determinazione dell'AAT del Portafoglio di Mercato per ciascun anno di gestione;
 - scelte d'investimento nella categoria degli Alternativi;
- dal Titolare della 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.

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. Verifica il buon esito delle *due diligence* giuridico-legali cui sono condizionate le sottoscrizioni degli investimenti alternativi deliberati dal CdA.

Ufficio Finanza

L'Ufficio Finanza, nella figura del Responsabile del Settore Amministrazione – Finanza e Contabilità al quale è stata attribuita con apposita deliberazione del CdA la delega per l'operatività sui mercati finanziari (vedi Documento sul Sistema di governo):

- contribuisce all'impostazione della politica di investimento;
- illustra proposte 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 Commissione per gli Investimenti;
- investe le risorse finanziarie del Fondo nel rispetto dei limiti stabiliti dal Consiglio di Amministrazione;
- illustra alla Commissione per gli Investimenti le proposte d'investimento nella categoria Investimenti Alternativi da sottoporre alla successiva approvazione del CdA;
- 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 delle volatilità delle *asset class* propedeutiche alla definizione annuale dell'AAT del Portafoglio di Mercato;

- propone al Consiglio di Amministrazione interventi sul PdM in caso di superamento della soglia inferiore prevista 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 sottopone al CdA, acquisito il parere della Commissione per gli Investimenti;
- supervisiona l'attività istruttoria per l'eventuale selezione dei gestori finanziari e sottopone al CdA le proposte di affidamento e di revoca dei mandati;
- supporta il Titolare della funzione di gestione dei rischi in materia di *Risk Policy*;
- relaziona al CdA sull'andamento della gestione finanziaria.

Depositario

Il Depositario al quale sono affidate le risorse del Fondo destinate agli investimenti 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

Il Titolare della funzione di gestione dei rischi supporta il CdA nella definizione della *Risk Policy*, suggerendo eventuali interventi qualora necessario.

Funzione fondamentale attuariale

Il Titolare della 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

Il Titolare della 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.

In uno dei documenti contenuti nel “Documento sulle politiche di *governance*” è descritto il sistema di controllo della gestione finanziaria, ovvero l'insieme dei presidi adottati dal Fondo per verificare che le azioni poste in essere dai vari soggetti coinvolti nel processo di investimento risultino in grado di assicurare gli interessi del Fondo stesso e dei suoi aderenti, in coerenza con le Disposizioni di vigilanza in materia contenute nella direttiva Europea (EU) 2016/2341 (c.d. IORP II) e nelle successive circolari emesse dalla Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione.