

PREVIDENZA I tassi a zero spingono i fondi a cercare investimenti meno tradizionali come prestito titoli, infrastrutture, alternativi. Tutte strade aperte dalle nuove normative. Che tuttavia comportano maggiori rischi

Pensioni on the road

di Paola Valentini

L'allarme lo ha lanciato sui mercati mondiali Bill Gross, il famoso gestore di fondi, fondatore di Pimco e oggi in attività presso Janus. I tassi a zero, per azione delle banche centrali, finiranno per distruggere la funzione del risparmio. E, nell'immediato i tassi a zero sono deleteri per molte aziende come le compagnie di assicurazione vita e i fondi pen-



Antonio Iaquina

sione, che dovrebbero usare i proventi per erogare prestazioni previdenziali a una società in via di invecchiamento. Una situazione che pone non pochi grattacapi soprattutto ai fondi pensione italiani che per anni hanno potuto contare sulla generosità dei titoli di Stato. Ma nelle ultime settimane anche l'Italia è entrata nel club dei tassi a zero, o sottozero visto che nelle ultime aste di Cct e Bot i titoli sono stati assegnati a rendimenti negativi per la prima volta nella storia d'Italia. Non a caso, per correre ai ripari, negli ultimi tempi sono iniziati i primi esperimenti di diversificazione negli investimenti alternativi.

LE DIFFERENZE TRA I DUE DECRETI SUGLI INVESTIMENTI DEI FONDI PENSIONE

Limiti d'investimento del decreto 166/2014 rispetto a quelli del decreto 703/96

Operazioni consentite	703/1996 condizioni e limiti	166/2014 condizioni e limiti
◆ P/t	si	si
◆ Prestito titoli	si	si
◆ Liquidità (cash + titoli < 6m)	si	si
◆ Derivati	si	si
◆ Vendite allo scoperto	no	no
◆ Fondi e sicav (considerati quotati)	si	si
◆ F. alternativi (consid. non quotati)	no	si
◆ Ex fondi chiusi*	si	si
◆ Strumenti non quotati	si	si
◆ Titoli non Ocse (debito+capitale)	si	si
◆ Commodities	no	si

* Private equity, private debt, real estate

Fonte: Fondenergia

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

DUE PORTAFOGLI A CONFRONTO

Portafoogli campione costruiti sulla base del decreto 703 e includendo un universo più ampio di asset in linea col decreto 166

VECCHIO DECRETO (703/1996)	NUOVO DECRETO (166/2014)
◆ Titoli sovrani dell'Eurozona	◆ Immobiliare europeo
◆ Obbligazioni corporate dell'Eurozona	◆ High yield Usa ed europeo
◆ Obbligazioni inflation-linked Euro	◆ Azionario dei mercati emergenti
◆ Titoli sovrani globali	◆ Bond in valuta locale dei mercati emergenti globali
◆ Azioni italiane	◆ Commodity
◆ Azioni europee	◆ Infrastrutture
◆ Azioni sviluppate globali	

Fonte: State Street Global Advisors

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Cosa c'è di nuovo

D'altra parte a fine 2014 è arrivato il Decreto 166 (dopo una lunga gestazione ha sostituito il vecchio decreto 793 del 1996) che ha ridotto le restrizioni quantitative, concedendo ai fondi una più ampia copertura dei mercati internazionali e una maggiore flessibilità di gestione. «Oggi è

possibile investire in alcune asset class precluse in passato: mercati emergenti, commodity e fondi alternativi. Ci aspettiamo inoltre che la nuova normativa, unitamente al contesto di mercato attuale con tassi di interesse negativi o prossimi allo zero, possa stimolare gli investimenti anche

in altre asset class come bond high yield, private equity e private debt, già ricomprese nell'universo investibile del vecchio decreto ministeriale 703/1996, ma finora non utilizzate dai fondi pensione», dice Antonio Iaquina, responsabile clienti istituzionali di State Street Global Advisors Italia,

che ha elaborato esempi di asset allocation alla luce della nuova normativa a confronto con le vecchie regole (si veda il grafico). E tra le principali modifiche previste, l'attenzione degli operatori si concentra soprattutto sui fondi alternativi dove è ora consentito investire fino al 20%. Come è emerso nell'ultimo sondaggio sulle intenzioni di investimento di casse di previdenza, fondi pensione, casse sanitarie e mutue compiuto da Valore (www.valoresrl.it), società di consulenza specializzata in servizi a fondi sanitari guidata da Stefano Ronchi, in collaborazione con Prominside, società di mobile marketing, la maggioranza detiene una quota di investimenti alternativi inferiori al 5% dell'intero valore del portafoglio. Ma almeno la metà dichiara di voler effettuare investimenti in questi strumenti entro sei-dodici mesi.

«L'utilizzo di forme di investimento alternativo ricopre un ruolo sempre più di rilievo all'interno dei portafogli di investimento», spiega Massimo Maurelli, fondatore di Mathema advisors, società di consulenza indipendente, «la possibilità di allocare risorse finanziarie in strumenti correlati non solamente ai mercati finanziari, ma a forme di investimento capaci di cogliere le opportunità legate ai cicli economici, consente infatti un'efficace decorrelazione, quindi una maggiore protezione dei rendimenti. Allocare le risorse in investimenti alternativi richiede però un approccio diverso da quello adottato per gli strumenti tradizionali».

Maurelli mette in luce che esistono tre criticità: l'ampiezza dell'universo investibile, l'accessibilità e la scelta del gestore. «Il primo ostacolo è facilmente superabile se si comprende come l'insieme degli investimenti tradizionali rappresenti solo un sottoinsieme del mondo degli investimenti: le gestioni tradizionali costituiscono oltre il 70% degli assets investiti globalmente, ma ciò non significa che in termini di tipologia di investimento esse siano rappresentative dell'intero spettro investibile. Al contrario sono gli investimenti che vanno al di là della logica del benchmark e della gestione passiva a costituire un universo investibile più ampio e dinamico: hedge fund e commodities, private equity e private debt, venture capital e crowdfunding, opere d'arte, vino, gioielli, terreni e tutti gli altri investimenti reali o finanziari accessibili oggi e in futuro». Sul fronte dell'accessibilità, la natura non regolamentata di questi strumenti ha spesso reso difficile l'incontro tra gestori e investitori europei. Ma grazie all'avvento della direttiva Aifmd questo ostacolo è stato rimosso con la creazione di un passaporto europeo. «Si è creato un vero e proprio mercato comunitario aperto a gestori e investitori, lo-

Un turnover elevato fa lievitare i costi per l'aderente

di Carlo Giuro

Uno dei profili cui guardare con maggiore attenzione per valutare l'efficienza e la trasparenza della gestione finanziaria delle forme pensionistiche complementari è rappresentato dal tasso di rotazione del patrimonio investito (turnover). E l'indicatore che esprime la quota del portafoglio titoli che nel periodo di riferimento (in genere l'anno) è stata ruotata ovvero sostituita con altri titoli o forme di investimento. Così come rimarcato dalla Covip, un eccessivo turnover rappresenta uno dei fattori di inefficienza della gestione finanziaria dei fondi pensione, comportando un aumento dei costi di negoziazione a carico degli aderenti e un'asset allocation strategica non efficiente. Utili indicazioni sono riportate nell'ultima Relazione annuale della Covip.

Quali sono le evidenze? Nel 2014 il tasso di rotazione del portafoglio titoli si è attestato in media al 74%, in diminuzione rispetto all'85% dell'anno precedente. Nei fondi pensione si sono registrati valori compresi fra il 70 e il 90% mentre nei Pip di ramo III, ovvero le unit linked, il turnover è risultato circa il 105% e nei Pip di ramo I, per l'elevata duration e l'utilizzo del costo storico per la valorizzazione degli attivi (si tratta di gestione separate), il turnover si è attestato su valori più bassi. Largamente è da anni all'attenzione della Commissione di Vigilanza che con circolare del 17 febbraio 2012 ha introdotto l'obbligo per le forme pensionistiche complementari di indicare nella nota informativa il turnover di portafoglio calcolato sulla base degli acquisti e delle vendite di strumenti finanziari effettuati nell'anno e del patrimonio medio

gestito. Vanno ancora citate le disposizioni Covip sull'attuazione delle politiche di investimento che, in vigore dalla fine del 2012, si propongono di indurre gli operatori ad adottare una corretta strategia degli investimenti, tale da individuare efficienti combinazioni rischio-rendimento, coerenti con i bisogni previdenziali degli aderenti. I fondi pensione devono quindi redarre un documento circostanziato sugli obiettivi da realizzare nella gestione finanziaria, sui criteri con i quali prevedono di attuarla, sui compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nelle varie fasi del processo di investimento, sulla modalità con cui intendono gestire il controllo del rischio e la valutazione dei risultati. Ed è previsto anche che deve essere indicato il livello massimo di rotazione annua del patrimonio. (riproduzione riservata)

I MIGLIORI FONDI PENSIONE APERTI PER RENDIMENTO DEI NOVE MESI DEL 2015

Nome del fondo	Categoria	Da inizio anno*	A 1 anno	A 3 anni
◆ Credit Agricole Vita Comparto Ticino	Diversificati Euro Prudenti	6,78%	6,90%	22,09%
◆ Credit Agricole Vita Comparto Trebbia	Diversificati Euro Moderati	4,79%	8,30%	31,34%
◆ Hdi Azione di Previdenza Linea Dinamica	Azionari Globali - Large & Mid Cap	4,58%	3,35%	31,00%
◆ Axa Mps Previdenza in Azienda Linea Sviluppo	Azionari Globali - Large & Mid Cap	4,01%	5,78%	35,91%
◆ Axa Mps Previdenza in Azienda Linea Combinata	Diversificati Euro Moderati	3,88%	5,18%	27,61%
◆ Axa Mps Previdenza per Te Linea Crescita	Azionari Globali - Large & Mid Cap	3,75%	5,40%	34,55%
◆ PensPlan Invest Sgr - Raiffeisen Fpa Linea Dynamic	-	3,53%	2,91%	23,11%
◆ Aviva Ass. Vita - Ubi Previdenza Comparto Aggressivo C	-	3,49%	5,48%	32,66%
◆ Axa Mps Previdenza per Te Linea Mista	Diversificati Euro Moderati	3,49%	4,56%	25,96%
◆ Aviva Ass. Vita - Ubi Previdenza Comparto Dinamico C	Diversificati Euro Moderati	3,39%	5,31%	22,40%
◆ Aviva Ass. Vita - Ubi Previdenza Comparto Dinamico I	Diversificati Euro Moderati	3,20%	5,04%	21,43%
◆ Aviva Ass. Vita - Ubi Previdenza Comparto Aggressivo I	-	3,20%	5,07%	31,02%
◆ Intesa Miaprevidenza Piano Previdenza Dinamico	Diversificati Euro Moderati	3,10%	4,87%	28,44%
◆ Intesa Miaprevidenza Piano Previdenza Accumulo	Diversificati Euro Moderati	3,08%	4,69%	21,58%
◆ Amundi Sgr - SecondaPensione Sviluppo	Diversificati Euro Prudenti	3,07%	5,45%	28,67%

* Gennaio-settembre 2015

Fonte: Fida - Dati al 30 settembre 2015

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

cali ed extraeuropei. Se si vuole vendere in Europa, si deve richiedere il bollino Aifmd, un certificato di garanzia del rispetto dei vincoli normativi, fiscali e organizzativi, ma non un attestato di qualità del prodotto di investimento offerto», afferma Maurelli. «Ciò determina il terzo e più rilevante problema: la scelta del gestore».

Il problema è che «data la natura quasi esclusivamente imprenditoriale di queste attività e il grado di complessità a esse associato, il rischio ultimo dell'investimento dipende dalle caratteristiche gestionali e organizzative del gestore stesso. Il mondo degli alternativi trova infatti la sua origine in iniziative di singoli che hanno dato vita ad aziende a carattere privato. Oggi anche i grandi asset manager offrono soluzioni di investimento alternativo, specialmente per quel che attiene ad alcune strategie liquide ed ai fondi immobiliari, ma tranne pochi casi, la popolazione dei gestori alternativi è per definizione una community di imprenditori», aggiunge Maurelli. Questo perché è la natura stessa dell'investimento a richiedere un'elevata specializzazione. «Ma soprattutto è la logica economica che fa di questi gestori degli imprenditori: la partecipazione con il capitale proprio e la profittabilità legata ai risultati, si contrappongono al modello tradizionale in cui il gestore è un dipendente dell'azienda e la misura della performance avviene rispetto a un benchmark di mercato. Da qui la necessità di un processo di analisi e selezione del gestore che deve essere molto accurato con una gestione del rischio di investimento che va fatta ex-ante», conclude Maurelli.

Non a caso da uno studio condotto dal centro Baffi Carefin dell'Università Bocconi, presentato nel corso di un convegno organizzato da Generali Investments (la principale società di asset management del gruppo Generali, con oltre 370 miliardi di euro di attivi) guidata da ceo Santo Borsellino, emerge proprio che ai fondi pensione sono richieste competenze sempre più sofisticate per beneficiare delle maggiori



Santo Borsellino

possibilità offerte dalla nuova normativa del decreto 166. «Lo studio è volto ad analizzare come i fondi pensione negoziali italiani reagiscono alle recenti novità regolamentari. Da questo lavoro emerge come, di fronte alla

possibilità di allargare l'universo di investimento e gli approcci di gestione, i fondi necessitano di sempre maggiori competenze finanziarie. La maggiore attenzione all'aspetto qualitativo dell'investimento richiede infatti che gli operatori si dotino di risorse e competenze più sofisticate di prima, anche facendo affidamento ai migliori partner esterni», ha spiegato Sergio Paci, docente della Bocconi e co-autore dello studio. È proprio per aumentare i rendimenti qualche giorno fa il fondo Arco si è affidato a State Street Corporation per offrire il servizio di prestito titoli. La nomina di State Street fa seguito alla pubblicazione delle linee guida emanate all'inizio di quest'anno da Covip. Oltre al decreto 166,

anche l'autorità di vigilanza si è mossa per andare incontro alle esigenze di rendimento dei fondi pensione italiani. Le linee guida prevedono la possibilità di offrire direttamente il prestito titoli come servizio aggiuntivo per aiutare i fondi pensione a ottimizzare le attività di gestione finanziaria. «Il prestito titoli permetterà ad Arco di ottenere ricavi che verranno utilizzati sia per la parziale copertura delle attuali spese di controllo e consulenza sulla gestione finanziaria, sia per lo sviluppo della funzione finanziaria del fondo pensione», spiega Massimo Malavasi, direttore generale di Arco. Un'area tutta da sviluppare riguarda l'investimento nell'economia reale (pmi) e nelle infrastrutture. Era già pos-

sibile investire in fondi chiusi con la vecchia normativa 703, senza particolari specificazioni sulle asset class sottostanti al fondo chiuso: quindi potevano essere infrastrutture o private equity o real estate o private debt. Ma ora questi asset hanno maggiore attrattiva perché con l'ultima legge di Stabilità, quella per il 2015, il governo ha varato uno sgravio fiscale per incentivare i fondi pensione e casse previdenziali obbligatorie ad allocare le loro risorse in questi due ambiti. Si tratta di un credito di imposta pari al 6% per le casse e del 9% per la previdenza complementare relativamente agli investimenti in attività di carattere finanziario a medio o lungo termine (nei settori infrastrutturali il Mef vi comprende progetti turistici, culturali, ambientali, idrici, stradali, ferroviari, portuali, aeroportuali, sanitari, immobiliari pubblici non residenziali, delle telecomunicazioni, compresi quelli digitali, e della produzione e trasporto di energia). Questo credito alleggerisce il prelievo del 20% che dal gennaio 2015 colpisce i rendimenti dei fondi pensione al posto del precedente 11% e il 26% delle casse. Ma punta soprattutto ad attrarre capitali per finanziare investimenti che necessitano di risorse per lunghi periodi di tempo e che vadano a beneficio dell'economia reale. E il mercato (altro articolo) si inizia a muovere. (riproduzione riservata)

INCHIESTA

Dalla Pedemontana ai traghetti, ecco i primi veicoli

Sono ai nastri di partenza le prime iniziative dedicate alle infrastrutture che consentono alle casse di previdenza e ai fondi pensione di beneficiare fin da quest'anno del credito di imposta istituito dalla legge di Stabilità 2014. «Nel settore degli investitori istituzionali quali fondi pensione e casse di previdenza professionali sta crescendo l'offerta di soluzioni di investimento in alternative asset, sia grazie alla recente normativa sul credito di imposta sia a conseguenze della situazione dei tassi di mercato», spiega Stefano Ronchi, managing partner di Valore, società di consulenza specializzata in servizi a fondi sanitari. «Gli investimenti in infrastrutture rappresentano il naturale impiego per investitori istituzionali che non hanno profili di rischio speculativi e devono assicurare prestazioni sostenibili. In questo momento molti operatori esteri si affacciano sul mercato italiano sia per reperire capitali, sia in qualità di investitori», sottolinea Ronchi. A partire da Ubs Global a.m. sgr, il cui fondo Infrastructure debt investe in strumenti di debito dei settori infrastrutturali nell'Europa occidentale, con una buona diversificazione fra settori e Paesi. Il portafoglio è stato creato per rispondere alle esigenze degli investitori istituzionali, che cercano prodotti con un rendimento interessante e un rischio contenuto. Si tratta infatti di un portafoglio con rating investment grade e uno spread pari a 300/400 punti base sopra il tasso di riferimento, che equivale a un rendimento di circa 4/5%. Il rating viene inizialmente assegnato internamente e poi certificato da una società esterna indi-

pendente. L'obiettivo di raccolta del fondo è pari a 1 miliardo e al momento sono già stati fatti due closing. «Il prossimo è previsto per dicembre 2015, consentendo così agli enti previdenziali di beneficiare del credito d'imposta fin da quest'anno», spiega Ubs Global a.m. sgr. Il fondo, infatti, ha già iniziato a fare investimenti. Dal punto di vista legale si tratta di un sicav-sif lussemburghese, gestito da una società conforme all'Aifmd. Il veicolo ha già investito 49 milioni di euro in HH, compagnia di navigazione svedese che collega Svezia e Danimarca nel punto più stretto (4 chilometri). La società trasporta circa 1,8 milioni di veicoli e circa 7,6 milioni di passeggeri l'anno con servizi ad alta frequenza (15 minuti nei momenti di punta) e 140 partenze al giorno. L'investimento ha uno spread complessivo superiore a 370 punti base. Il secondo investimento nel portafoglio del fondo è Exeltium, su cui sono stati impiegati 25 milioni di euro. Si tratta di un investimento in un sindacato di acquisto di energia in Francia. Lo spread medio è di circa 350 punti base per un rendimento medio del 4,5%. Occorre anche citare Circuits Capital (dotazione di alcuni miliardi di euro), gestore inglese con obiettivi di investimento in infrastrutture in Europa e che in Italia realizzerà la Pedemontana Veneta. Anche l'australiana Macquarie ha posto tra i suoi target di raccolta e investimento l'Italia con Macquarie Infrastructure and Real assets (Mira), il più grande gestore di infrastrutture nel mondo, con un portafoglio di investimenti in crescita nei settori settore immobiliare, agricolo ed energetico. Con

sede a Londra e filiali in vari paesi europei, Mira investe per conto di investitori di lungo periodo quali fondi pensione, compagnie assicurative, governi e altri clienti e gestisce investimenti in oltre 100 società di tutto il mondo, rappresentando 100 miliardi di euro di attivi in gestione e impiegando oltre 70 mila persone nelle società in portafoglio. In Europa, attraverso i suoi quattro fondi dedicati alle infrastrutture, Mira ha investito equity per circa 10 miliardi di euro in 13 Paesi, con particolare focus sul settore dei trasporti (autostrade ed aeroporti), dell'energia (reti regolate di elettricità, acqua, gas ed energie rinnovabili) e delle telecomunicazioni. In Italia Mira è presente con l'investimento nel portafoglio di energie rinnovabili di Sorghena Green (ora Renvico) e da febbraio Fulvio Conti vi opera come senior adviser. Nei prossimi mesi è previsto il lancio del quinto fondo per le infrastrutture europee e contestualmente lo sviluppo di altri prodotti dedicati all'economia reale (quali l'immobiliare e l'agricoltura). Infine, un'interessante soluzione di impiego in economia reale da citare che sta facendo raccolta in Italia, anche se il target di investimento è il mercato anglosassone, è quella promossa da Advance Advisors e Capital Strategies: si tratta di un fondo che investe in litigation, finanziando cause internazionali. L'aspetto interessante è che si tratta di una soluzione a capitale garantito, avendo capitale assicurato da AM Trust, primaria assicurazione Usa quotata al Nasdaq e con rating A. Il suo rendimento annuo atteso è attorno al 10%. (riproduzione riservata)