



Regione Siciliana

Fondo Pensioni Sicilia

Ente pubblico previdenziale

Criteri generali e piano pluriennale di investimento e disinvestimento

Triennio 2025/2027

Adottato dal [Consiglio d'Amministrazione](#) con deliberazione nr. del e
trasmesso al Consiglio di Indirizzo e Vigilanza con nota prot. del

Approvato dal [Consiglio di Indirizzo e Vigilanza](#) nella
seduta ordinaria del **.**.2025

1. Scopo del documento

Con la legge regionale 14.5.2009, n. 6 è stato istituito il “Fondo per il pagamento del trattamento di quiescenza e dell’indennità di buonuscita del personale regionale”, denominato più semplicemente “Fondo Pensioni Sicilia” (nel seguito, per brevità, “Fondo”), avente natura di ente pubblico non economico, dotato di personalità giuridica e di autonomia patrimoniale, finanziaria, gestionale, amministrativa e contabile. L’organizzazione e il funzionamento del Fondo sono disciplinati dal regolamento di esecuzione, emanato con il Decreto Presidenziale 23.12.2009, n. 14, modificato con Decr. Pres. nr. 13 novembre 2019 nr. 22. Quest’ultimo ne precisa formalmente la natura di ente pubblico di natura previdenziale.

Il presente documento contiene i criteri generali e il piano pluriennale di investimento e disinvestimento del Fondo (per il quale si è previsto un orizzonte triennale, in analogia al bilancio previsionale) ed è redatto ai sensi dell’art. 9 del Decr. Pres. 14/2009¹, tenendo anche conto delle indicazioni in materia di Documento sulla Politica di investimento contenute nello schema di decreto del Ministero dell’economia e delle finanziarie (d’ora in poi “Schema di Decreto”) in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti d’interesse e di depositario ²

Mancando una normativa di riferimento nazionale in questo documento si recepiscono, dove possibile, le indicazioni contenute nello Schema di Decreto anche per quanto riguarda l’organizzazione e la gestione degli investimenti del Fondo.

Quanto esposto nei paragrafi che seguono si basa sulle risultanze del bilancio tecnico attuariale del Fondo aggiornato al 2021 e consegnato al Fondo nel dicembre 2024, adottato con deliberazione consiliare nr. 7 del 29 gennaio 2025.

Il presente documento costituisce aggiornamento di quello adottato con deliberazione del Consiglio di Indirizzo e Vigilanza (in gestione commissariale) nr. 3 dell’8 giugno 2023.

2. Quadro normativo e vincoli all’investimento

La politica di investimento del Fondo è regolata dall’art. 15 comma 3 del Decreto Presidenziale 23 dicembre 2009, che così recita:

«Le disponibilità finanziarie delle gestioni di cui all’articolo 13, comma 1, lett. a) e c), eccedenti le normali necessità del “Fondo” sono investite in operazioni comunque a capitale garantito e prevalentemente:

- a) in titoli obbligazionari emessi in euro dallo Stato o dalla Regione ovvero garantiti da tali Enti;*
- b) in titoli obbligazionari non strutturati emessi in euro da emittenti europei con rating non inferiore a quello dello Stato italiano;*
- c) in beni immobili da cedere in locazione destinandoli, preferibilmente, a sedi di uffici di enti pubblici o a servizi di istituto del “Fondo” stesso.»*

¹ Art. 9. Consiglio di indirizzo e vigilanza
(omissis)

2. Il Consiglio di indirizzo e vigilanza, nell’ambito delle funzioni di cui al comma 4 dell’articolo 3 del decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 479 e successive modificazioni, svolge in particolare i seguenti compiti:

- a) definisce i programmi e individua le linee di indirizzo del “Fondo”;
 - b) emana le direttive di carattere generale relative all’attività dell’ente;
 - c) approva in via definitiva il bilancio preventivo e il conto consuntivo, nonché i piani pluriennali e i criteri generali dei piani di investimento e disinvestimento.
- (omissis)

² Schema di Decreto del Ministero dell’economia e delle finanze, di concerto con il Ministero del lavoro e delle politiche sociali, sentita la COVIP, ex articolo 14 comma 3 del decreto-legge 6 luglio 2011, n. 98 convertito con modificazioni dalla legge 15 luglio 2011, n. 111, recante disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti di interessi e di depositario

Fatti salvi questi vincoli, nell'organizzazione della gestione del patrimonio il Fondo tiene anche conto di quanto scritto nel giudizio di parifica es. 2018 della Corte dei Conti, sez Controllo per la Regione Siciliana, nella quale si legge: *"Conseguentemente, una volta varato il documento programmatico, è necessario che vengano individuate celermente le forme di impiego cui destinare l'ingente liquidità disponibile, che peraltro nel breve/medio periodo andrà ad incrementarsi, che non può restare inutilizzata, onde non depauperare in termini di valore reale il capitale contributivo sin qui accantonato e valorizzarlo per rendere concreta la prospettiva di automantenimento del sistema. D'altro canto, la gestione di investimenti di siffatta natura e dimensioni non può che essere affidata, con le prescritte procedure, ad uno o più gestori professionali, che curino in maniera qualificata gli impieghi e seguano in modo qualificato l'andamento dei mercati, non potendo continuare ad essere affidata ad iniziative e scelte estemporanee"*.

Il Fondo ha dato già seguito alla raccomandazione della magistratura contabile, attraverso un'apposita procedura negoziale aperta (Servizio di gestione del portafoglio titoli in capo al Fondo Pensioni Sicilia – procedura aperta), con la quale ha affidato il servizio di gestione patrimoniale del portafoglio titoli (per 8 anni e fino ad un massimo di 400 mln di euro) a due società, Amundi SGR ed Eurizon SGR, giusta decreto della Centrale Unica di Committenza (Assessorato Regionale dell'Economia) n. 33 del 5 marzo 2021.

Per l'esecuzione dei suddetti mandati di gestione è stata esperita dall'Ente anche una procedura negoziale per l'affidamento del servizio di Banca Depositaria, aggiudicata con D.D. n. 1949 del 30 giugno 2021 all'istituto di credito BFF Bank SpA.

La norma, vietando esplicitamente gli investimenti a capitale «non garantito», esclude le azioni e limita molto l'universo investibile e perciò le possibilità di diversificazione e le prospettive di rendimento del Fondo rispetto a quanto possibile per le altre forme di previdenza complementare o di primo pilastro.

L'articolo 15 del Decreto fa riferimento a concetti che, nella redazione del presente Documento, devono essere necessariamente interpretati.

In particolare, si assume:

- che per «non prevalente» si intenda una quota del patrimonio non superiore a un terzo del totale, perciò 33%;
- sia consentito l'investimento in qualsiasi strumento di debito con pesi diversi a seconda che l'emittente sia europeo con rating investment grade o no. Ciò in quanto, anche nel mondo obbligazionario, il capitale è «garantito» solo al netto di possibili default degli emittenti, che sono più rari nel segmento «investment grade», ma non impossibili;
- il limite di rating «investment grade» e comunque maggiore di quello dello Stato italiano valga solo al momento dell'acquisto. Si ricorda comunque che la norma fa un riferimento rigido al limite di rating, in parte superato dalla revisione dell'approccio all'utilizzo del rating come parametro di selezione delle scelte d'investimento attuate, dopo la crisi del debito sovrano del 2011, dall'Unione Europea³ e recepita dalla Covip⁴;
- che sia consentito l'investimento in obbligazioni convertibili, in quanto «a capitale garantito». Ciò sarebbe consentito sempre, se emesse in euro da emittenti europei con rating investment grade e, in misura «non prevalente», se denominate in valute diverse dall'euro e con rating non investment grade.

La norma consente perciò una parziale diversificazione all'interno del segmento obbligazionario, perché consente, sia pure in misura «non prevalente», l'investimento in titoli in euro emessi da soggetti non europei (come ad esempio obbligazioni di paesi emergenti investment grade o obbligazioni corporate emesse da emittenti americani), titoli non in euro con cambio coperto e obbligazioni convertibili.

Altre forme di investimento con caratteristiche più o meno comuni a quelle delle obbligazioni, come obbligazioni strutturate, obbligazioni emesse da veicoli di cartolarizzazione o fondi di investimento alternativi

³ Regolamento UE 462/2013

⁴ Covip, Circolare del 22 luglio 2013, «Utilizzo dei giudizi delle agenzie di rating da parte delle forme pensionistiche complementari»

di credito (FIA di “private debt” o “direct lending”) potrebbero essere considerate nella parte non prevalente, ma questa qualificazione richiederebbe una valutazione caso per caso data la notevole variabilità della “garanzia” di capitale all’interno di queste categorie. Si ritiene tuttavia che tali strumenti finanziari, proprio a causa della notevole complessità, della lunghezza dell’istruttoria, della difficoltà di misurare la congruità e la solidità della garanzia di capitale, non possano formare oggetto di investimento per un investitore prudentiale come questo Fondo Pensioni, nell’orizzonte di vigenza del presente documento.

3. Bilancio tecnico attuariale del Fondo

L’analisi condotta in questo documento si basa sul Bilancio Tecnico Attuariale (d’ora in avanti BTA) al 31.12.2021 del Fondo Pensioni Sicilia, predisposto nel corso del 2024 dallo Studio Attuariale “Orion Attuari Consulenti” (OAC), su istruttoria condotta e dati raccolti dai Servizi Pensioni e Previdenza 1 e 2 e con il coordinamento finale del Servizio 5 del Fondo e adottato con deliberazione consiliare nr. 7 del 29 gennaio 2025.. Il bilancio è stato redatto assumendo un collettivo “a gruppo aperto”.

Nella simulazione “a gruppo aperto”, le uscite per pensionamento sono compensate, secondo regole meglio descritte nel bilancio, con nuove assunzioni. In particolare si assume una popolazione di attivi in diminuzione da 12.049 di fine 2021 a 11.105 nel 2028. Da quella data della popolazione di attivi si assume la costanza fino al termine dell’orizzonte di analisi, 2071.

Le ipotesi previsionali di natura economica e finanziaria adottate sono le seguenti:

- tasso annuo di inflazione monetaria: 8,1% per il 2022, 5,4% per il 2023 (dati consolidati), 1,6% per il 2024, 1,9% per il 2025 e 2026, 1,8% per il 2027 (Documento di Economia e Finanza 2024), 2% dal 2028 in poi (Conferenza dei Servizi del 6.8.2024)⁵;
- tasso annuo di variazione del PIL nominale: 8,39% per il 2022, 6,56% per il 2023 (dati consolidati), 3,7% per il 2024, 3,5% per il 2025, 3,0% per il 2026, 2,7% per il 2027 (Documento di Economia e Finanza 2024), 2,60% dal 2028 al 2030, 2,46% dal 2031 al 2035, 2,46% dal 2036 al 2040, 2,66% dal 2041 al 2045, 2,85% dal 2046 al 2050, 2,94% dal 2051 al 2055, 2,95% dal 2056 al 2060, 2,85% dal 2061 al 2065 e 2,78% dal 2066 a fine periodo (Conferenza dei Servizi del 6.8.2024);
- tasso annuo di incremento delle retribuzioni per rinnovi contrattuali (ipotesi “dinamica”): pari al 2% per tutto il periodo di valutazione;
- incremento annuale delle pensioni: in base alla perequazione automatica;
- tasso annuo di variazione del trattamento minimo I.N.P.S.: a norma di legge;
- tasso annuo di rivalutazione dei montanti contributivi: pari alla media quinquennale del PIL nominale;
- tasso nominale annuo di rendimento del patrimonio (e di attualizzazione): pari al 3,29% per tutto il periodo di valutazione.

La tabella della pagina seguente riporta la stima dei valori di patrimonio a fine di ciascun anno fino al 2040 e poi ogni cinque anni fino al 2071, anno di termine della valutazione sull’orizzonte di 50 anni.

Il patrimonio a fine 2024 è stato calcolato come somma di:

- Titoli detenuti direttamente presso Unicredit;
- Controvalore dei mandati di gestione “Buy & Hold” a Eurizon e Amundi;

⁵ L’articolo 3, comma 2 del decreto ministeriale Lavoro/Economia del 29 novembre 2007 riguardante la “Determinazione dei criteri per la redazione dei bilanci tecnici degli enti gestori delle forme di previdenza obbligatoria” affida al Ministero del lavoro e delle politiche sociali, d’intesa con il Ministero dell’economia e delle finanze, il compito di verificare annualmente, tramite conferenza di servizi, i parametri per la redazione del bilancio tecnico elaborato sulla base delle ipotesi adottate a livello nazionale per l’intero sistema pensionistico pubblico.

- Polizze di capitalizzazione Generali;
- Liquidità in conto corrente presso l'istituto tesoriere Unicredit.

L'importo previsto dei trasferimenti dalla Regione Siciliana come dotazione finanziaria è stato aggiornato sulla base di quanto previsto dalla legge regionale 1/2025.

Va ricordato che l'ipotesi di rendimenti del 3,29% è condizionata alla realizzazione dell'asset allocation già prevista nel precedente Piano Pluriennale. Inoltre, la stima di evoluzione del patrimonio dipende fortemente dall'assunto di un gruppo aperto.

Anno	ENTRATE				USCITE		Saldo previdenziale	Saldo totale	Patrimonio fine anno
	Contributi ordinari	Rendimenti	Dotazione finanziaria	Totale	Prestazioni pensionistiche				
2024									2.215.742
2025	112.885	72.898	39.000	207.770	71.423	41.462	153.360		2.369.102
2026	114.849	77.943	61.000	370.219	79.813	35.036	173.979		2.543.081
2027	118.335	83.667	59.000	226.260	92.878	25.457	168.124		2.711.206
2028	121.220	89.199		213.533	108.084	13.136	102.335		2.813.540
2029	126.086	92.565		221.868	124.256	1.830	94.395		2.907.936
2030	129.526	95.671		228.519	148.163	-18.637	77.034		2.984.970
2031	133.484	98.206		235.122	165.579	-32.095	66.111		3.051.080
2032	136.544	100.381		240.469	191.511	-54.967	45.414		3.096.494
2033	138.566	101.875		244.102	213.441	-74.875	27.000		3.123.494
2034	140.795	102.763		247.339	233.902	-93.107	9.656		3.133.150
2035	143.598	103.081		250.585	248.841	-105.243	-2.162		3.130.987
2036	146.386	103.009		253.430	262.779	-116.393	-13.384		3.117.604
2037	149.935	102.569		256.672	272.981	-123.046	-20.477		3.097.127
2038	153.590	101.895		259.790	283.204	-129.614	-27.719		3.069.408
2039	157.996	100.984		263.426	289.658	-131.662	-30.678		3.038.730
2040	162.601	99.974		267.168	295.885	-133.284	-33.310		3.005.420
2045	191.500	95.352		292.251	297.578	-106.078	-10.726		2.887.513
2050	226.875	97.516		330.740	265.477	-38.602	58.914		3.022.940
2055	265.854	114.005		387.322	210.499	55.355	169.360		3.634.555
2060	301.371	149.809		459.954	174.465	126.906	276.715		4.830.189
2065	324.416	197.943		532.675	218.318	106.098	304.041		6.320.550
2070	343.351	246.372		601.851	323.975	19.376	265.748		7.754.274
2071	346.034	255.116		613.676	356.576	-10.542	244.574		7.998.847

4. Situazione attuale del patrimonio

Al 31 dicembre 2024 il patrimonio del Fondo era impiegato in quattro modi:

- Investimento diretto in titoli di Stato italiani, per un controvalore di euro 1.393.051.653;
- Investimento nei due mandati "Buy & Hold" per un controvalore di euro 323.108.960;
- Contratti di capitalizzazione di ramo V emessi da Assicurazioni Generali, per un controvalore di euro 85.149.873;
- Liquidità, per euro 414.232.270.

Alla stessa data il portafoglio mobiliare e assicurativo aveva una duration di circa 3,6 anni. Tenuto conto della liquidità in conto corrente la duration era pari a 2,91 anni. Il rendimento medio a scadenza era pari a 2,84% per l'investimento diretto in titoli di Stato e al 3,32% per i mandati.

Dei titoli di Stato detenuti direttamente presso Unicredit spa, circa il 26% (370 mln di valore nominale) sono indicizzati all'inflazione.

La durata a scadenza molto breve del portafoglio è dovuta alla presenza di 300 mln di valore nominale di BTP con scadenza maggio e giugno 2025, acquistati in vista dell'avvio dei nuovi mandati di gestione, e all'elevato saldo liquido.

Patrimonio finanziario - Valutazione al 31.12.2024						
Titoli	Valore nominale	Scadenza	Duration (anni)	Controvalore	Peso %	Rendimento a scadenza
BTPS 1.45 05/15/25	150.000.000	0,37	0,37	149.739.643	10,7%	2,42%
BTPS 1 ½ 06/01/25	150.000.000	0,41	0,41	149.622.751	10,7%	2,39%
BTPS 0 ½ 02/01/26	15.000.000	1,08	1,06	14.748.732	1,1%	2,26%
BTPS 4 ½ 03/01/26	80.000.000	1,16	1,10	83.195.495	6,0%	2,32%
BTPS 0 04/01/26	10.000.000	1,25	1,22	9.726.276	0,7%	2,24%
BTPS 0 08/01/26	10.000.000	1,58	1,55	9.651.942	0,7%	2,24%
UCGIM 3.9 09/28/26	15.000.000	1,74	1,68	15.307.146	1,1%	3,25%
UCGIM 4.1 02/23/27	9.900.000	2,14	2,00	10.380.625	0,7%	3,40%
BTPS 3 ¼ 06/13/27	40.000.000	2,44	2,32	41.051.032	2,9%	2,81%
UCGIM 3 ¼ 07/27/27	20.000.000	2,57	2,44	20.399.223	1,5%	2,98%
BTPS 0.65 10/28/27	** 350.000.000	2,82	2,76	342.597.711	24,6%	2,94%
BACRED 3.4 12/21/27	20.000.000	2,97	2,83	20.116.988	1,4%	3,20%
BTPS 2 03/14/28	40.000.000	3,20	3,03	40.583.567	2,9%	3,32%
BACRED 3.65 09/29/28	10.000.000	3,74	3,48	10.185.960	0,7%	3,35%
BTPS 4.1 10/10/28	40.000.000	3,77	3,38	42.312.037	3,0%	2,95%
BTPS 0.35 11/17/28	60.000.000	3,88	3,73	55.511.639	4,0%	2,87%
BTPS 3 ¼ 03/05/30	80.000.000	5,17	4,62	82.282.842	5,9%	3,13%
BTPS 1.35 04/01/30	100.000.000	5,25	4,92	92.985.192	6,7%	2,87%
BTPS 3.35 05/14/30	20.000.000	5,36	4,75	20.620.324	1,5%	3,12%
BTPS 0 06/28/30	** 20.000.000	5,49	5,18	19.831.065	1,4%	3,22%
BTPS 1.15 07/14/30	30.000.000	5,53	5,15	27.444.848	2,0%	3,19%
BTPS 0.6 08/01/31	80.000.000	6,58	6,24	68.554.540	4,9%	3,06%
BTPS 0 ¼ 11/16/33	50.000.000	8,87	8,35	42.858.933	3,1%	3,31%
BTPS 0 ¼ 04/27/37	30.000.000	12,32	11,34	23.343.142	1,7%	3,84%
Totale titoli	1.429.900.000,00	3,29	3,11	1.393.051.653		2,84%

Mandati	Valore conferito	Scadenza media	Duration (anni)	Controvalore	Peso %	Rendimento a scadenza
Mandato Eurizon	165.000.000	5,96	5,36	161.030.577	49,8%	3,20%
Mandato Amundi	165.000.000	6,07	5,11	162.078.383	50,2%	3,43%
Totale mandati	330.000.000,00		5,23	323.108.960	100,0%	3,32%

Polizze	Scadenza	Scadenza media	Controvalore	
Contratto 100265	2029	5,00	59.405.292	
Contratto 100266	2029	5,00	25.744.581	
Totale polizze	80.000.000	5,00	85.149.873	2,00% (**)

Totale investimenti	1.839.900.000,00	3,58	1.801.310.486	2,89%
----------------------------	-------------------------	-------------	----------------------	--------------

Liquidità	414.232.270,25	-	414.232.270	2,11% (**)
------------------	-----------------------	----------	--------------------	-------------------

Totale patrimonio	2.254.132.270,25	2,91	2.215.542.756	2,74%
--------------------------	-------------------------	-------------	----------------------	--------------

(*) Inflation Linked
(**) Stima

5. Flussi attesi

Come già osservato, si prevede che il Fondo abbia saldi della gestione previdenziale positivi fino al 2030. Questi saldi positivi si aggiungono alle scadenze dei titoli in portafoglio, che, considerando la durata media relativamente breve del portafoglio mobiliare, sono importanti anche nei prossimi anni.

La tavola seguente, riferita al periodo 2025-2030, contiene:

- Colonna 1 - Saldo netto della gestione previdenziale;
- Colonna 2 – Trasferimenti dalla Regione come dotazione finanziaria;
- Colonna 3 - Flussi attesi dal portafoglio presso Unicredit, cedole e rimborsi di capitale;
- Colonna 4 – Flussi attesi dal riscatto delle polizze;
- Colonna 5 - Flusso atteso alla scadenza dei mandati “target date” Amundi ed Eurizon (basato sul valore dei mandati al 31.12.2024);
- Colonna 6 – Totale flussi netti per mese o anno. Per gli anni 2025, 2026 e 2027 viene fornito il dettaglio per mese, mentre per i tre anni successivi viene dato solo il saldo di fine anno;
- Colonna 7 – Valore cumulato dei flussi.

Da questi dati emerge che nei prossimi tre anni il Fondo avrà da investire quasi 1.700 mln di euro di liquidità, dei quali circa 830 disponibili entro il 2025.

Data	Saldo gestione previdenziale	Dotazione finanziaria da Regione L.R. 1/2025	Flussi Unicredit	Polizze	Mandati Amundi ed Eurizon	Totale	Cumulato
31/12/2024			414.232			414.232	414.232
28/02/2025	3.455		406			3.861	418.093
31/03/2025	3.455		3.024			6.479	424.572
30/04/2025	3.455		12.455			15.910	440.482
31/05/2025	3.455		151.662			155.117	595.599
30/06/2025	3.455		153.166			156.621	752.220
31/07/2025	3.455		1.255			4.710	756.930
31/08/2025	3.455		445			3.900	760.831
30/09/2025	3.455		3.949			7.404	768.235
31/10/2025	3.455		12.420			15.875	784.110
30/11/2025	3.455		535			3.990	788.100
31/12/2025	3.455	39.000	2.865			45.320	833.420
31/01/2026	2.920		605			3.525	836.945
28/02/2026	2.920		15.850			18.770	855.715
31/03/2026	2.920		82.999			85.918	941.633
30/04/2026	2.920		22.522			25.442	967.075
31/05/2026	2.920		685			3.605	970.680
30/06/2026	2.920		2.191			5.111	975.790
31/07/2026	2.920		1.255			4.175	979.965
31/08/2026	2.920		10.407			13.327	993.292
30/09/2026	2.920		17.149			20.069	1.013.360
31/10/2026	2.920		12.420			15.340	1.028.700
30/11/2026	2.920		685			3.605	1.032.305
31/12/2026	2.920	61.000	2.865			66.785	1.099.089
31/01/2027	2.121		645			2.766	1.101.856
28/02/2027	2.121		10.713			12.834	1.114.690
31/03/2027	2.121		1.199			3.320	1.118.010
30/04/2027	2.121		12.562			14.683	1.132.694
31/05/2027	2.121		805			2.926	1.135.620
30/06/2027	2.121		42.341			44.462	1.180.082
31/07/2027	2.121		21.295			23.416	1.203.499
31/08/2027	2.121		435			2.556	1.206.055
30/09/2027	2.121		1.714			3.835	1.209.891
31/10/2027	2.121		385.765			387.887	1.597.777
30/11/2027	2.121		832			2.953	1.600.731
31/12/2027	2.121	59.000	22.215			83.336	1.684.067
31/12/2028	13.137		162.069			175.206	1.859.273
31/12/2029	1.829		8.824	80.000		90.653	1.949.926
31/12/2030 -	18.637		81.453		323.108	385.924	2.335.849

6. Quadro di mercato – Rendimenti passati e attesi

La fase preliminare nella definizione dell'Asset Allocation Strategica è l'identificazione del cosiddetto «universo investibile», cioè degli strumenti finanziari nei quali potrà venire impiegato l'attivo, e dei rendimenti e dei rischi associati a questi strumenti.

6.1. Rendimenti storici – Lungo termine

Nella definizione del rendimento a lungo termine ottenibile dagli investimenti finanziari ci si basa sui cosiddetti «premi per il rischio» storici offerti da ciascuna asset class rispetto alla liquidità o all'inflazione.

Come si può vedere dalla tavola seguente, nel corso degli ultimi 120 anni, nei mercati sviluppati, azioni, obbligazioni e liquidità hanno avuto un rendimento reale, cioè al netto del tasso d'inflazione, pari rispettivamente al 5,4%, 2% e 0,8%.⁶

Rendimenti reali composti annui										
		Azioni			Obbligazioni			Liquidità		
		1900 - 2020	1971 - 2020	2001 - 2020	1900 - 2020	1971 - 2020	2001 - 2020	1900 - 2020	1971 - 2020	2001 - 2020
Mercati sviluppati	*	5,4%	5,9%	4,7%	2,0%	5,0%	5,1%	0,8%	0,7%	-0,7%
Europa	§	4,3%	5,9%	2,4%	1,3%	5,3%	5,6%	0,8%	0,7%	-0,5%
Regno Unito	§	5,4%	6,3%	2,5%	2,0%	4,7%	4,4%	1,0%	1,7%	0,4%
Svizzera	§	4,6%	5,7%	4,0%	2,4%	3,4%	4,6%	0,7%	0,3%	0,1%
Giappone	§	4,2%	3,6%	1,5%	-0,8%	3,8%	3,7%	-1,8%	0,2%	-0,1%
Stati Uniti	§	6,6%	6,7%	5,7%	2,1%	4,3%	4,8%	0,8%	0,7%	-0,7%
Mercati emergenti	*	3,9%	6,6%	8,1%	-0,2%	3,7%	5,7%	0,8%	0,7%	-0,7%

(*) Rendimenti in dollari USA - (§) Rendimenti in valuta locale

Fonte: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021

Nel primi 21 anni del XXI secolo le obbligazioni hanno beneficiato del calo generalizzato di inflazione e dei tassi d'interesse; le azioni hanno subito la crisi del 2008 mentre il rendimento della liquidità è stato compresso dalle politiche di «quantitative easing». I rendimenti reali sono stati perciò rispettivamente del 4,7% per le azioni, del 5,1% per le obbligazioni e del -0,7% per la liquidità.

Questi dati sono confermati da altre ricerche, riferite a periodi più lunghi⁷ o al solo dopoguerra⁸.

L'autorità di Vigilanza dei fondi pensione, Covip ha fatto propri gli andamenti di lungo periodo dei mercati finanziari, fissando rispettivamente nel 4% e nel 2%, i livelli di rendimento reale di azioni e obbligazioni che i fondi pensione devono utilizzare nel prospettare agli aderenti i benefici ottenibili dalla partecipazione alla previdenza integrativa.

⁶ Dimson E., Marsh P., Staunton M. (2002) *Triumph of the Optimists – 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press. L'aggiornamento annuale a cura degli stessi autori è nella pubblicazione Credit Suisse – Global Investment Returns Yearbook.

⁷ Jordà O., Knoll K., Kuvshinov D. Schularick M., Taylor A.M. (2017) «The rate of return of everything, 1870 – 2015».

⁸ Doeswijk R., Lam T., Swinkels L. (2017) «Historical returns of the market portfolio – 1960-2015».

6.2. Rendimenti storici – Medio termine

Limitandoci a considerare il solo periodo di esistenza dell'euro, i dati relativi agli ultimi 25 anni confermano rendimenti elevati per tutte le attività, anche se diversi dalla media di lungo periodo, e superiori per obbligazioni e titoli di Stato e inferiori per le azioni.

In tutti i settori sono state premiate le componenti più rischiose, come obbligazioni non investment grade («High yield»), obbligazioni e azioni di paesi emergenti e azioni a piccola capitalizzazione dei mercati sviluppati.

All'interno del mercato del credito si può notare il comportamento favorevole dei «leveraged loans», prestiti diretti negoziabili che possono essere considerati la componente più liquida del credito non mobiliare, con un rendimento inferiore di un punto percentuale a quello delle obbligazioni «high yield» ma con un volatilità minore di oltre quattro punti percentuali. Considerazione simile si può fare per le obbligazioni convertibili.

Da notare, inoltre, i benefici della diversificazione internazionale:

- le obbligazioni IG globali con rischio di cambio chiuso hanno avuto una volatilità inferiore di un punto percentuale a quella dei titoli di Stato dell'area euro e di due punti inferiore a quella dei titoli di Stato italiani;
- le azioni globali, con cambio chiuso o aperto, hanno avuto una volatilità di oltre tre punti inferiore a quella delle azioni dell'area euro.

Asset Class	Periodo di rilevazione		Periodo di rilevazione			
	31/12/1999	31/12/2022	31/12/2019	31/12/2024	Var. Rendimento	Var. Volatilità
	Rendimento storico	Dev standard	Rendimento storico	Dev standard		
ICE BofA Euro Treasury Bill	1,56%	0,55%	0,98%	0,58%	-0,58%	0,03%
ICE BofA 1-5 Year Euro Government Index	2,50%	2,02%	-0,15%	2,46%	-2,65%	0,43%
ICE BofA BofA Euro Government Index	3,49%	4,59%	-1,89%	6,55%	-5,38%	1,96%
ICE BofA All Maturity Italy Government Index	3,96%	5,21%	0,30%	6,01%	-3,67%	0,80%
ICE BofA Inflation-Linked Euro Government Index	4,05%	5,59%	1,25%	7,48%	-2,80%	1,90%
ICE BofA Euro Corporate Index	3,64%	4,04%	-0,03%	6,33%	-3,68%	2,28%
ICE BofA Euro High Yield Index	5,25%	11,05%	3,13%	9,24%	-2,13%	-1,82%
SP European Leveraged Loans Total Return Index	4,23%	6,70%	5,48%	8,97%	1,25%	2,27%
Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index Value Hedged EUR	3,17%	3,37%	-1,09%	5,02%	-4,26%	1,65%
Bloomberg Global High Yield Total Return Index Value Hedged EUR	6,37%	9,31%	2,52%	10,05%	-3,84%	0,74%
ICE BofA Global 300 Convertible Index_Euro Hedged	5,72%	9,22%	6,22%	11,74%	0,50%	2,52%
ICE BofA Emerging Markets External Sovereign Index_euro hedged	5,59%	8,43%	-1,39%	10,65%	-6,98%	2,22%
Azioni Euro	4,55%	17,34%	8,01%	18,04%	3,46%	0,70%
Azioni Europa	4,78%	14,98%	7,64%	15,61%	2,86%	0,63%
Azioni mondiali	6,56%	14,28%	13,48%	15,58%	6,91%	1,30%
Azioni mondiali Euro Hedged_TR	5,77%	14,36%	11,34%	16,67%	5,56%	2,31%
Azioni globali small cap	9,11%	16,97%	9,83%	19,65%	0,72%	2,68%
Azioni Mercati Emergenti	7,12%	18,37%	4,46%	15,08%	-2,66%	-3,28%

Se si restringe il campo di osservazione agli ultimi 5 anni si notano due importanti differenze rispetto all'intero periodo:

- la riduzione del rendimento medio annuo delle obbligazioni, causata prima dalle politiche monetarie espansive fino al 2021 e, poi, all'aumento dei tassi ufficiali nel 2022 che ha provocato una caduta dei corsi;
- il miglioramento dei rendimenti delle azioni, grazie soprattutto all'andamento eccezionalmente positivo della borsa americana;
- un aumento della volatilità, soprattutto delle obbligazioni.

6.3. Rendimenti attesi

Dal 2013 *European Investment Consulting* (ora *LCG Advisory*, società che al momento della redazione del presente documento fornisce al Fondo Pensioni i servizi di investment advisory) organizza trimestralmente un sondaggio fra i gestori finanziari più vicini al mondo degli investitori istituzionali italiani, nel quale vengono raccolte previsioni puntuali (ma anonime) di rendimento totale (variazione di prezzo più dividendi e cedole) composto annuo su diversi orizzonti temporali (1, 3, 5 e 10 anni).

Al sondaggio del 31 dicembre 2024 hanno partecipato 55 società di gestione, delle quali 45 estere, fornendo 2.757 previsioni puntuali.

Come si può vedere dalla tavola seguente, i rendimenti attesi su tutte le asset class sono positivi (in verde sono evidenziati i valori per i quali sono state ricevute più di 15 previsioni).

Asset Class	Rendimento atteso stimato su un orizzonte di anni							
	1	#	3	#	5	#	10	#
Liquidità euro	2,30%	15	2,08%	17	2,27%	20	2,09%	26
Titoli di Stato euro IG 1-5 anni	2,70%	8	2,55%	10	2,38%	10	2,26%	12
Titoli di Stato euro IG	3,13%	14	2,99%	18	2,61%	24	2,81%	28
Titoli di Stato Italia	3,31%	12	3,31%	14	3,08%	15	3,28%	14
Titoli di Stato euro Inflation Linked	3,32%	8	2,18%	10	2,95%	10	3,04%	12
Obbligazioni corporate IG euro	3,56%	18	3,02%	22	3,14%	28	3,21%	30
Obbligazioni corporate HY euro	4,83%	17	4,50%	21	4,40%	26	4,56%	25
Leveraged Loans euro								
Titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate IG euro hedged	4,26%	10	3,49%	9	3,10%	14	3,18%	19
Titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate HY euro hedged	5,73%	9	5,22%	9	4,54%	12	4,51%	14
Obbligazioni convertibili globali euro hedged	4,28%	3	4,47%	3	4,34%	7	3,90%	5
Titoli di Stato Mercati Emergenti HC euro hedged	6,00%	13	5,95%	13	5,23%	23	5,00%	27
Azioni Euro	6,50%	17	6,55%	18	6,50%	24	6,50%	29
Azioni Europa	7,00%	19	6,70%	19	6,50%	23	6,87%	25
Azioni mondiali	7,55%	18	6,77%	18	6,94%	24	6,81%	27
Azioni mondiali euro hedged	6,55%	18	5,77%	18	5,94%	24	5,81%	27
Azioni globali small cap	8,23%	8	7,41%	8	7,50%	13	6,64%	15
Azioni Mercati Emergenti	8,20%	18	8,27%	17	8,50%	25	8,50%	27
Inflazione attesa area euro (Sondaggio EIC)	2,00%	19	2,00%	19	2,00%	18	2,00%	19
Tasso IRS euro (EUSA 1 , 3, 5, 10 ANNI)	2,33%		2,19%		2,25%		2,36%	
Inflazione attesa area euro (tassi swap - EUSWI 1, 3, 5, 10 ANNI)	2,09%		1,85%		1,84%		1,93%	
# Numero previsioni								

Al netto dell'inflazione attesa i rendimenti di tutte le asset class e segmenti di mercato considerati rimangono positivi. Le componenti "High Yield" dei mercati obbligazionari offrono un rendimento atteso in termini reali compreso fra il 2,5% e il 4%, a seconda del segmento di mercato e dell'orizzonte di investimento.

Asset Class	Rendimento reale atteso stimato su un orizzonte di anni			
	1	3	5	10
Liquidità euro	0,30%	0,08%	0,27%	0,09%
Titoli di Stato euro IG 1-5 anni	0,70%	0,55%	0,38%	0,26%
Titoli di Stato euro IG	1,13%	0,99%	0,61%	0,81%
Titoli di Stato Italia	1,31%	1,31%	1,08%	1,28%
Titoli di Stato euro Inflation Linked	1,32%	0,18%	0,95%	1,04%
Obbligazioni corporate IG euro	1,56%	1,02%	1,14%	1,21%
Obbligazioni corporate HY euro	2,83%	2,50%	2,40%	2,56%
Leveraged Loans euro				
Titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate IG euro hedged	2,26%	1,49%	1,10%	1,18%
Titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate HY euro hedged	3,73%	3,22%	2,54%	2,51%
Obbligazioni convertibili globali euro hedged	2,28%	2,47%	2,34%	1,90%
Titoli di Stato Mercati Emergenti HC euro hedged	4,00%	3,95%	3,23%	3,00%
Azioni Euro	4,50%	4,55%	4,50%	4,50%
Azioni Europa	5,00%	4,70%	4,50%	4,87%
Azioni mondiali	5,55%	4,77%	4,94%	4,81%
Azioni mondiali euro hedged	4,55%	3,77%	3,94%	3,81%
Azioni globali small cap	6,23%	5,41%	5,50%	4,64%
Azioni Mercati Emergenti	6,20%	6,27%	6,50%	6,50%

6.4. Rendimenti a scadenza delle obbligazioni e titoli di Stato “investment grade”

Come si può vedere dalla tabella sottostante, i rendimenti a scadenza degli indici obbligazionari europei con rating investment grade sono attualmente tutti superiori al 3%, e superiori al 4% per le obbligazioni corporate con rating BBB e per l'Italia con scadenza oltre i 10 anni.

La tabella riporta dati di rendimento a scadenza al 31 marzo 2025 per quattro categorie: «Titoli di Stato area euro», «Titoli di Stato Italia», «Obbligazioni corporate investment grade area euro» e «Obbligazioni corporate investment grade area euro con rating BBB». I rendimenti dei sub indici riferiti alle sole emissioni con durata compresa fra 5 e 10 anni per i titoli di Stato e fra 7 e 10 anni per le obbligazioni corporate e superiore a 10 anni per tutte le categorie sono messi a confronto con il rendimento dell'indice riferito a tutte le scadenze. In tutti i segmenti di mercato l'investimento nei titoli a durata più lunga offre un premio di rendimento compreso fra 60 e 90 centesimi di punto percentuale.

Ticker Bloomberg	Indice	Duration (anni)	Rendimento a scadenza	Premio
EG00	Titoli di Stato area euro	7,10	2,88%	
EG06	Titoli di Stato area euro 5-10 anni	6,63	2,96%	0,08%
EG09	Titoli di Stato area euro (solo scadenze > 10 anni)	14,26	3,66%	0,78%
GJI0	Titoli di Stato Italia	5,85	3,09%	
G6I0	Titoli di Stato Italia 5-10 anni	6,22	3,32%	0,23%
G9I0	Titoli di Stato Italia (solo scadenze > 10 anni)	12,47	4,17%	1,08%
ER00	Obbligazioni corporate investment grade area euro	4,47	3,31%	
ER04	Obbligazioni corporate investment grade area euro 7-10 anni	7,20	3,72%	0,41%
ER09	Obbligazioni corporate investment grade area euro (solo scadenze > 10 anni)	11,23	3,93%	0,62%
ER40	Obbligazioni corporate rating BBB area euro	4,26	3,48%	
ER44	Obbligazioni corporate rating BBB area euro 7- 10 anni	7,15	3,86%	0,38%
ER49	Obbligazioni corporate rating BBB area euro (solo scadenze > 10 anni)	10,44	4,06%	0,58%
HE00	Obbligazioni corporate con rating inferiore BBB- ("High Yield")	2,73	6,02%	

Dati al 31 marzo 2025

Va notato, infine, che il mercato delle obbligazioni corporate "High Yield" offre un rendimento a scadenza di circa due punti percentuali superiore a quello del corporate "Investment Grade" una durata finanziaria inferiore di un anno e mezzo.

7. La politica di investimento degli enti previdenziali in Italia e nel mondo

Come si è già rilevato, il vigente regolamento di organizzazione (D.Pres. 14/2009 e successive modifiche) pone vincoli molto stretti agli investimenti del Fondo Pensioni. È perciò utile valutare l'attualità e l'opportunità di questa regolamentazione con un confronto con le normative e pratiche d'investimento di altri operatori previdenziali.

Qui di seguito si esamina brevemente:

- la normativa che disciplina l'investimento dei fondi pensione negoziali italiani e l'asset allocation dei diversi comparti;
- il comportamento d'investimento degli enti previdenziali di base italiani (le «Casse di previdenza»);
- i dati aggregati sugli investimenti dei più grandi fondi pensione esteri.

Si tratta di un panorama eterogeneo, perché i fondi pensione negoziali italiani sono a «contribuzione definita» (non c'è promessa di prestazione pensionistica e il rischio dell'investimento è in capo all'iscritto), le casse di previdenza sono a «prestazione definita» (c'è una promessa di prestazione pensionistica e il rischio dell'investimento è in capo all'ente), come il Fondo Pensioni Sicilia, e i più grandi fondi pensione esteri appartengono, a seconda dei paesi, all'una o all'altra categoria.

L'esame di questi dati mette in luce come l'asset allocation imposta dalla legge regionale al Fondo Pensioni sia molto limitativa rispetto al panorama della previdenza in Italia e all'estero.

Gli investimenti dei **fondi negoziali italiani** sono regolati da una normativa molto articolata ed in continua evoluzione, ma le tre fonti principali in materia di politica di investimento sono:

- il Decreto Legislativo 5 dicembre 2005 n. 252 (Disciplina delle forme pensionistiche complementari);
- la Deliberazione Covip del 16 marzo 2012 (Funzione Finanza e Documento sulla Politica di Investimento);
- il Decreto Ministeriale 2 settembre 2014, n. 166 (Criteri e limiti di investimento dei fondi pensione).

I fondi pensione negoziali italiani godono di ampia libertà d'investimento e la condizione principale che devono soddisfare è che l'asset allocation scelta sia coerente con il profilo di rischio della popolazione e con gli obiettivi assegnati alla previdenza integrativa in termini di tasso di sostituzione dell'ultima retribuzione.

I limiti quantitativi imposti dalla legge sono pochi:

- Max 30% di esposizione al rischio valutario;
- Max 5% di investimento in strumenti finanziari connessi a materie prime;
- Max 20% di investimento in fondi chiusi («fondi d'investimento alternativo» o FIA) e max 25% del patrimonio di ciascun FIA;
- L'investimento in OICR aperti è consentito, ma solo all'interno di mandati di gestione.

Sono vietate le vendite allo scoperto e la leva finanziaria, ma sono consentite operazioni di pronti contro termine, prestito titoli e l'utilizzo di derivati, ma ai soli fini di «riduzione del rischio di investimento o di efficiente gestione». Il fondo pensione negoziale può effettuare gli investimenti in quattro modi:

- Tramite mandati di gestione, da affidare a operatori vigilati seguendo una procedura di selezione definita dalla Covip nel 1999;
- Tramite mandati a gestori di Fondi d'investimento alternativi;
- Sottoscrizione o acquisizione di azioni o quote di società di investimento immobiliare o fondi immobiliari;
- Sottoscrizione e acquisizione di quote di fondi comuni d'investimento mobiliare chiusi.

Più che ai singoli limiti il legislatore ha dato peso all'assetto organizzativo, alle procedure e alla definizione della politica d'investimento, che deve essere documentata in un apposito documento (il «Documento sulla politica di investimento»).

Fino al 2020 l'unico presidio organizzativo specifico agli investimenti era la Funzione Finanza, di cui tutti i fondi hanno dovuto dotarsi dopo la deliberazione del 2012.

Con il recepimento nella normativa italiana della direttiva europea 2016/2341 («IORP II») i fondi pensione hanno dovuto costituire le «funzioni fondamentali» di gestione del rischio, di revisione interna e, se a prestazione definita, attuariale. L'entrata in vigore del regolamento UE 2022/2054 DORA («Digital Operational Resilience Act») prevede inoltre la creazione della funzione di presidio dei rischi informatici.

Gli **enti previdenziali di base** (Casse di previdenza di primo pilastro) hanno, nel corso degli ultimi anni, diversificato fortemente i loro portafogli a favore di azioni e obbligazioni esteri e investimenti in fondi chiusi.

A fine 2023 liquidità, obbligazioni e titoli di Stato, detenuti direttamente o tramite OICVM rappresentavano il 44% circa del patrimonio, le azioni il 18,94% e gli immobili, detenuti direttamente e indirettamente, il 16,5%⁹.

Gli investimenti nei cosiddetti «private assets» (private equity, private debt, infrastrutture) hanno raggiunto un peso dell' 8,5%.

Le casse di previdenza ricorrono sempre più frequentemente all'investimento indiretto tramite fondi d'investimento, che rappresentavano a fine 2023 il 53% circa del patrimonio (39% se si escludono i fondi immobiliari).

La mancanza di una normativa di riferimento fa sì che la composizione per asset class del patrimonio sia molto diversa negli enti previdenziali di base.

Nel corso degli ultimi anni gli enti hanno diversificato verso l'estero tutti i loro investimenti ad eccezione di quelli immobiliari, in coerenza con quanto fatto dai fondi pensione negoziali e preesistenti.

Il Decreto Legge 98/2011, che ha sottoposto gli enti previdenziali privati di base alla vigilanza della Covip, prevedeva la successiva emanazione di una regolamentazione in materia di investimenti, conflitti d'interesse e depositario.

Ad oggi la normativa non è stata ancora emanata. Nel 2014 il MEF ha diffuso una bozza per consultazione di cui si sintetizzano i contenuti.

- Gli Enti investono le proprie disponibilità complessive in misura prevalente in strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati;
- L'investimento in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi (FIA), compresi i fondi chiusi, è mantenuto a livelli prudenziali, è complessivamente contenuto entro il limite del 30

⁹ COVIP, *Casse di pr*, 22 ottobre 2024 – *Gli investimenti: dimensione e composizione*.

per cento del totale delle disponibilità complessive dell'Ente ed è adeguatamente motivato in relazione alle proprie caratteristiche e a quelle della politica di investimento che intende adottare;

- Gli Enti, tenuto conto anche dell'esposizione realizzata tramite derivati, non investono più del 5 per cento delle loro disponibilità complessive in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto e non più del 10 per cento in strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti a un unico gruppo;
- Gli investimenti diretti in beni immobili e diritti reali immobiliari devono essere contenuti entro il limite del 20 per cento del patrimonio dell'Ente.

La norma non pone vincoli di peso relativo né fra azioni ed obbligazioni, né fra attività italiane ed estere.

A fine 2024 l'asset allocation dei **principali fondi pensione a livello globale** dedicava il 45% alle azioni, il 33% alle obbligazioni, il 20% ad investimenti alternativi e il 2% in liquidità.¹⁰

In 20 anni il peso delle azioni è sceso di circa 12 punti percentuali, a favore degli investimenti alternativi (che presentano comunque una elevata esposizione al rischio azionario).

All'interno degli investimenti alternativi il settore immobiliare continua ad essere prevalente, seguito dal private equity, dagli hedge funds e dagli investimenti in infrastrutture.

Le differenze di allocazione fra i fondi pensione nel mondo sono ampie sia per la diversità sia delle forme pensionistiche (a prestazione o a contribuzione definita) sia delle legislazioni nazionali in materia.

In conclusione, l'investimento in azioni e obbligazioni globali, anche con merito di credito inferiore al "investment grade" e in strumenti "alternativi illiquidi" è diffuso. In particolare nel corso degli ultimi anni è aumentato il peso degli investimenti alternativi per migliorare il rendimento atteso dei patrimoni in un contesto di rendimenti di mercato bassi.

8. Modalità di investimento

Si illustrano qui di seguito le modalità con le quali il Fondo prevede di effettuare l'investimento del patrimonio (eccedente le necessità di spesa per pensioni) nel triennio di riferimento:

8.1. Investimento diretto di titoli

La modalità è quella attualmente utilizzata per i titoli di Stato italiani. Nella prospettiva di un graduale passaggio a gestioni delegate o indirette la componente assumerà caratteristiche residuali e funzionali alla gestione della tesoreria del Fondo.

8.2. Delega di gestione

Le gestioni patrimoniali sono forme di investimento che permettono all'investitore di affidare, tramite un mandato, l'investimento del proprio patrimonio a un gestore (SGR, SIM e banche autorizzate a prestare questo servizio). A differenza dei fondi comuni, la gestione patrimoniale non viene effettuata "in monte" ma separatamente per ogni cliente del gestore¹¹. Il Fondo stipula con un gestore autorizzato una convenzione di gestione¹².

Il mandato di gestione è molto flessibile e può essere adattato alle esigenze dell'investitore.

Il Fondo potrà, in funzione delle esigenze specifiche di ciascuna componente di portafoglio, stipulare tre tipi di mandato di gestione:

¹⁰ Thinkin Ahead Institute 2025 "Global Pension Assets Study" - Fondi pensione di Australia, Canada, Giappone, Olanda, Svizzera, Regno Unito, Stati Uniti. Totale asset 58.511 mln di dollari, pari all' 82% di tutti gli asset pensionistici globali. I fondi a prestazione definita costituiscono il 59% del totale.

¹¹ <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,396,0,49.html/gestioni-patrimoniali>

¹² Convenzione di gestione (o Mandato di gestione): Atto scritto tra il fondo pensione e il gestore delle risorse finanziarie, che definisce le modalità di gestione delle stesse da parte del gestore in accordo con le direttive impartite dal fondo pensione (Covip, Relazione per l'anno 2018, Glossario).

- Mandato di gestione “a benchmark” – Con questo tipo di mandato il risultato prodotto dal gestore viene messo a confronto con il rendimento di un indice, o composizione di indici di mercato (benchmark) e il rischio assunto viene misurato in termini relativi rispetto a quello del benchmark. È adottato per tutte le asset class, sia azionarie sia obbligazionarie.
- Mandato di gestione “a rendimento assoluto” – Con questo tipo di mandato il risultato prodotto dal gestore viene messo a confronto con il rendimento di un indice di mercato monetario, sostanzialmente privo di volatilità, maggiorato di uno spread. Al gestore viene assegnato un limite di rischio assoluto (volatilità passata dei rendimenti) e un universo investibile all'interno del quale può muoversi liberamente. Data la natura dell'obiettivo di rendimento il gestore è spinto a un controllo particolare delle perdite. È adottato soprattutto nell'ambito di portafogli bilanciati e obbligazionari.
- Mandato di gestione «target date» (detti anche “Buy & Watch” o “Buy & Hold”) - In questo mandato il gestore acquista un portafoglio di titoli obbligazionari con durata simile a quella dell'orizzonte temporale dell'investitore in modo che, al termine del mandato, il portafoglio sia liquido o con pochi mesi di scadenza. L'attività del gestore è limitata alla gestione dei flussi di cassa (reinvestimento delle cedole e dei rimborsi anticipati), dei casi di downgrading di emittenti e di eventuali arbitraggi. Il mandato ha caratteristiche simili alla costituzione di un portafoglio di titoli obbligazionari immobilizzato.

A fine 2020 il Fondo ha indetto una procedura aperta ai sensi del Decr. Lgs. 50/2016 per la selezione di due gestori di mandati “target date” per un importo minimo di euro 75 mln di euro ciascuno, elevabile fino a 200 mln, per la durata di 8 anni. La procedura di gara si è conclusa nel 2021 con l'assegnazione di due mandati ai gestori Eurizon Capital e Amundi, e i primi conferimenti a ciascun gestore sono stati fatti nel dicembre 2021.

8.3. Prodotti di investimento assicurativi

Si tratta di polizze del ramo vita V del Codice delle assicurazioni private, che offrono forme di assicurazione finanziaria non dipendente dalla vita umana e che prevedono il pagamento di un capitale alla scadenza del contratto (“capitalizzazione”). Sono riconducibili al genus dei “prodotti di investimento assicurativo”, definiti dall'art. 4 del TUF¹³ e sono caratterizzati dal fatto che solo formalmente sono qualificabili come assicurativi (perché emessi da imprese assicurative), mentre sostanzialmente presentano caratteristiche analoghe a quelle degli strumenti finanziari comuni. Ciò ne consentiva l'acquisto con le procedure di cui agli artt. 4 e 17 del Decr. Lgs. 50/2016, in quanto l'operatore assicurativo non agisce alla stregua di un gestore o di un mandatario, ma vendeva un prodotto già finito e che offriva la garanzia del capitale al termine del ciclo di vita. Il Fondo mantiene un'allocazione a questi strumenti, in quanto oltre ad presentare il rimborso del capitale alla scadenza, offrono

¹³ Cfr. art 4 e 25 ter del Decr. Lgs. 58/1998 : il “prodotto di investimento assicurativo” è un prodotto ai sensi dell'articolo 4, numero 2), del regolamento (UE) n. 1286/2014. Tale definizione non include: 1) i prodotti assicurativi non vita elencati all'allegato I della direttiva 2009/138/CE; 2) i contratti assicurativi vita, qualora le prestazioni previste dal contratto siano dovute soltanto in caso di decesso o per incapacità dovuta a lesione, malattia o disabilità; 3) i prodotti pensionistici che, ai sensi del diritto nazionale, sono riconosciuti come aventi lo scopo precipuo di offrire all'investitore un reddito durante la pensione e che consentono all'investitore di godere di determinati vantaggi; 4) i regimi pensionistici aziendali o professionali ufficialmente riconosciuti che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2003/41/CE o della direttiva 2009/138/CE; 5) i singoli prodotti pensionistici per i quali il diritto nazionale richiede un contributo finanziario del datore di lavoro e nei quali il lavoratore o il datore di lavoro non può scegliere il fornitore o il prodotto pensionistico. Cr. Anche il regolamento (UE) n. 1286/2014, che definisce Il «prodotto di investimento assicurativo» alla stregua di un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato.

un sia pur limitato accesso ad asset class diverse dai titoli di Stato. Il Fondo Pensioni, in relazione alla verifica istruttoria della sussistenza delle condizioni di adeguata redditività di questa forma di investimento garantito, potrà valutare nel triennio l'esperimento di una nuova procedura negoziale.

8.4. Investimento diretto in immobili o fondi immobiliari

Il D.Pres. 14/2009 prevede che il Fondo possa investire in immobili, senza indicazione di limiti di peso sul totale del patrimonio. Dal tenore letterale del regolamento (D.Pres. 14/2009), l'investimento in immobili (ancorché, in re ipsa, non a capitale garantito), sembra non essere ritenuto equivalente ad operazioni di investimento in fondi immobiliari, che non sono caratterizzati parimenti dal capitale garantito.

Tuttavia la legge regionale 8/2017 (successivamente modificata dalla legge regionale 1/2019)¹⁴ prevedeva un investimento di questo Ente (il legislatore usa la locuzione "è autorizzato") nel fondo immobiliare Fondo Immobiliare Pubblico Regione Siciliana (FIPRS) entro il termine del 31 ottobre 2020. Tale termine è scaduto senza che la cessione sia avvenuta. In considerazione della persistente vigenza della normativa, il Fondo alla fine del 2023 ha rinnovato l'istruttoria, con le seguenti risultanze parziali:

14 L.r. 8/2017, art. 7 (In vigore dal 14 maggio 2020):

1. *Per le finalità di cui al comma 3 dell'articolo 15 della legge regionale 14 maggio 2009, n. 6 e al fine di costituire il fondo immobiliare del Fondo pensioni dei dipendenti della Regione siciliana, la Regione trasferisce in proprietà complessi immobiliari che all'entrata in vigore della presente legge sono in uso ad uffici regionali o dagli stessi utilizzabili, da individuare e valutare da parte degli organi competenti all'atto del trasferimento, d'intesa con il Fondo pensioni, fino al valore di 118 milioni di euro, in ragione di un valore equivalente a 59 milioni di euro annui per il biennio 2019-2020. Il trasferimento è definito entro il 31 dicembre di ciascun anno. Alla Regione siciliana è fatto obbligo, prima di procedere a contratti di locazione presso soggetti privati, a stipulare contratti di locazione novennali rinnovabili con il Fondo pensioni per gli immobili oggetto del presente articolo. Al Fondo pensioni è attribuita annualmente una cifra corrispondente all'uno per cento del valore degli immobili di cui al presente articolo, valutati alla data di entrata in vigore della presente legge, da destinare esclusivamente alle attività di manutenzione e di adeguamento alle norme vigenti. La Regione assicura annualmente il ripristino finanziario della differenza tra il valore iniziale del conferimento dei complessi immobiliari e la loro valutazione al 30 settembre di ogni anno, con legge di stabilità dell'anno successivo.*
2. *Il trasferimento di cui al comma 1 compensa integralmente le quote relative al biennio 2019-2020 del limite di impegno di cui al comma 4 dell'articolo 15 della legge regionale 14 maggio 2009, n. 6.*
3. *Il Fondo pensioni dei dipendenti della Regione siciliana è autorizzato all'acquisto entro il 31 ottobre 2020 del cento per cento delle quote del Fondo di cui all'articolo 9 della legge regionale 28 dicembre 2004, n. 17 e successive modifiche ed integrazioni, che assicura un rendimento netto pari ad almeno il rendimento attuale delle corrispondenti risorse finanziarie necessarie per l'acquisto aumentato del cinquanta per cento, per l'intera durata del contratto di locazione.*
4. *Per effetto del comma 3 è iscritta in entrata del bilancio della Regione siciliana per l'anno 2020, quale corrispettivo della cessione, la somma di 50.411.177,00 euro pari al trentacinque per cento del capitale netto del FIPRS. Nelle more della definizione della cessione, tale somma, da iscrivere in un apposito fondo, è portata in riduzione delle assegnazioni finanziarie ai comuni di cui all'articolo 6 della legge regionale 28 gennaio 2014, n. 5 e successive modifiche ed integrazioni. A seguito del perfezionamento della cessione, con decreto del Ragioniere generale della Regione, previa delibera della Giunta regionale, sono apportate al bilancio della Regione le variazioni di bilancio per il ripristino della medesima autorizzazione di spesa.*
5. *Con decreto del Ragioniere generale, su proposta del Dirigente generale del Dipartimento delle finanze, previa delibera della Giunta regionale, sono apportate al bilancio della Regione le necessarie variazioni di bilancio alla Missione 1, Programma 5, Capitolo 108521.*
6. *La quota relativa all'anno 2016 del limite di impegno di cui al comma 4 dell'articolo 15 della legge regionale n. 6/2009 ridotta ai sensi dell'articolo 7, comma 21 e dell'articolo 26, comma 3, della legge regionale 17 marzo 2016, n. 3 è ripristinata nel periodo 2018-2022. Per le finalità del presente comma è autorizzata per l'anno 2018 la spesa di 19.000 migliaia di euro, per l'anno 2020 la spesa di 20.000 migliaia di euro, per l'anno 2022 la spesa di 20.000 migliaia di euro.*
7. *Le quote relative al biennio 2019-2020 del limite di impegno di cui al comma 4 dell'articolo 15 della legge regionale n. 6/2009 sono differite agli anni 2025 e 2026 nell'ipotesi di mancata realizzazione dei trasferimenti di cui al comma 1 nei limiti temporali ivi previsti 14.*
- 7-bis. *La quota relativa all'anno 2017 del limite di impegno di cui al comma 4 dell'articolo 15 della legge regionale n. 6/2009, ridotta ai sensi del presente articolo ed imputata all'anno 2020 con la medesima legge, è differita all'anno 2024.*

- L'Ufficio Legislativo e Legale della Regione Siciliana, richiesto di un parere sul carattere ordinatorio o perentorio del termine di cui sopra, con nota prot. Prot. n. 19341/71.11.2023 del 2.10.2023 (Pos. Coll. e Coord. n. 3), ha precisato che il termine dianzi citato e contenuto nella legge (ottobre 2020) assume carattere ordinatorio e non perentorio.
- L'istruttoria, condotta dagli uffici con l'assistenza tecnica dell'Advisor immobiliare Praxi, non è stata conclusa perchè l'Assessore Regionale dell'Economia, con nota prot. 8152 del 18 dicembre 2023, ha rappresentato al Fondo che la Regione, in applicazione dell'art. 22 comma 7 della l.r. 25/2023, era direttamente interessata ad acquisire le quote non di proprietà della Regione medesima (circostanza poi non inveratasi).

Si prevede di effettuare periodicamente una rinnovazione delle attività istruttorie, già evase giusta nota FpS prot. n. 33633 del 17 novembre 2020, finalizzate alla valutazione della situazione finanziaria ed economica del Fondo Immobiliare Pubblico Regione Siciliana (FIPRS). L'aggiornamento si renderà necessario tenuto conto della persistente vigenza della normativa meglio identificata in oggetto, nonché di quanto rappresentato nella relazione della Corte dei Conti sul rendiconto della Regione Siciliana per l'esercizio 2020 (cfr. allegati della deliberazione CdC nr. 2/2022 Pari¹⁵).

Si precisa che l'art. 9 c. 4 dello Schema di Decreto limita il peso degli investimenti diretti in immobili al 20 per cento del patrimonio dell'Ente.

Inoltre, *“Le operazioni di acquisto e vendita immobiliare, nonché di reimpiego delle somme derivanti da dette operazioni, devono essere coerenti con i suddetti piani di impiego ed inserite nei piani triennali di investimento del patrimonio immobiliare redatti secondo la tempistica e le modalità previste dal decreto del 10 novembre 2010 del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro del lavoro e delle politiche sociali”*¹⁶.

Il Fondo pensioni ha approvato il piano triennale di investimento del patrimonio immobiliare con deliberazione commissariale nr. 50 del 5.12.2019, ed i successivi aggiornamenti con deliberazione commissariale nr. 30 del 27.9.2023 e deliberazione consiliare nr. 5 del 29 gennaio 2025. Quest'ultima è allegata sub 1 al presente documento.

8.5. Veicolo d'investimento

Il Fondo può valutare la possibilità di conferire parte del patrimonio a un veicolo d'investimento in forma autonoma o a un comparto di un veicolo già esistente, con il supporto di una società di gestione specializzata.

Tramite la sottoscrizione delle quote del veicolo il Fondo deterrebbe indirettamente il proprio patrimonio

La costituzione di un veicolo nel quale conferire il patrimonio in gestione è prassi consolidata in Italia e nel mondo per gli investitori istituzionali.

Il veicolo, infatti, costituito nella forma di sicav (società di investimento a capitale variabile) o sicaf (società d'investimento a capitale fisso) presenta diversi vantaggi:

- pieno controllo del Fondo sulla gestione;
- possibilità di compensare utili e perdite dei diversi strumenti, fondi o mandati di gestione;
- semplificazione contabile, in quanto la valorizzazione del patrimonio per il Fondo sarebbe ridotta a una sola linea di bilancio;
- postergazione della tassazione su interessi e plusvalenze al momento del riscatto delle quote del veicolo;

¹⁵ Relazione sul rendiconto della Regione esercizio 2020, vol. II, pagg 254 e segg.: “...Dal momento che la norma censurata, ad ogni modo, permane vigente, alla luce di quanto esposto, queste SS.RR. intendono ribadire le contestazioni già espresse in occasione del Giudizio di parificazione relativo agli esercizi 2017, 2018 e 2019 soprattutto alla luce della lievitazione *ope legis* della stima delle quote, confermandosi il timore che la sua attuazione possa essere pregiudizievole per l'integrità del patrimonio dell'ente, costituito dai contributi versati dai lavoratori, da destinarsi necessariamente alla tenuta del sistema previdenziale, e non da somme provenienti dalla fiscalità generale”.

¹⁶ Art. 5 comma 3.

- regolazione europea consolidata, sia per il veicolo, sia per i soggetti coinvolti (banca depositaria, agente di calcolo della quota, risk manager, auditors, gestori).

Nel corso del 2024 il Fondo ha condotto un processo di selezione finalizzato ad individuare una società di gestione che mettesse a disposizione un comparto di una sicav già esistente al quale conferire gradualmente l'intero portafoglio mobiliare. La selezione si è conclusa con delibera nr. 15 del 5.6.2024 e il servizio è stato affidato a Eurizon Capital S.A., società di gestione lussemburghese del gruppo Eurizon Capital SGR. Alla data di redazione del presente documento il comparto è in fase di autorizzazione.

9. Selezione dei gestori dei mandati

Il Fondo si attiene, trattandosi di contratti che hanno ad oggetto l'acquisto di strumenti finanziari (art. 56 del decr. Lgs. 36/2023¹⁷) alle stesse procedure osservate dai fondi pensionistici vigilati da Covip¹⁸ e le indicazioni contenute nello Schema di Decreto (art. 4) che qui di seguito si riportano.

1. *In caso di gestione effettuata in modalità convenzionata, gli Enti adottano un processo di selezione dei gestori che garantisce la trasparenza e la competitività del procedimento secondo criteri di proporzionalità rispetto agli obiettivi perseguiti, assicurando la coerenza tra obiettivi e modalità gestionali, decisi preventivamente dagli amministratori, e i criteri di scelta dei gestori. I competenti organi di amministrazione degli Enti richiedono offerte contrattuali, per ogni tipologia di servizio. Le offerte contrattuali rivolte agli Enti sono formulate per singolo prodotto in maniera da consentire il raffronto dell'insieme delle condizioni contrattuali con riferimento a ciascuna tipologia di servizio offerto.*

2. *Le convenzioni devono in ogni caso:*

- a) contenere le linee di indirizzo dell'attività dei soggetti convenzionati nell'ambito dei criteri di individuazione e di ripartizione del rischio e le modalità con le quali possono essere modificate le linee di indirizzo medesime;*
- b) prevedere i termini e le modalità attraverso cui gli Enti esercitano la facoltà di recesso, contemplando anche la possibilità per l'Ente di rientrare in possesso del proprio patrimonio attraverso la restituzione delle attività finanziarie nelle quali risultano investite le risorse dell'Ente all'atto della comunicazione al gestore della volontà di recesso dalla convenzione;*
- c) prevedere l'attribuzione in capo all'Ente della titolarità dei diritti di voto inerenti ai valori mobiliari nei quali risultano investite le disponibilità dell'Ente medesimo.*

In linea con la prassi seguita dai fondi pensione negoziali, il Fondo seguirà, per quanto compatibile con la natura degli investimenti, analoga procedura anche nella selezione degli investimenti diretti.

10. Linee strategiche di investimento per il triennio 2025/2027

L'asset allocation segue i criteri previsti dall'art. 5 comma 1 dello Schema di Decreto, e cioè:

Nella gestione delle loro disponibilità complessive gli Enti osservano i seguenti criteri generali:

¹⁷ Contratti "concernenti servizi finanziari relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita e al trasferimento di titoli o di altri strumenti finanziari come riportati nell'allegato I al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, servizi forniti da banche centrali e operazioni concluse con il Fondo europeo di stabilità finanziaria e il meccanismo europeo di stabilità".

¹⁸ Covip, Deliberazione 9 dicembre 1999, "Istruzioni per il processo di selezione dei gestori delle risorse dei fondi pensione".

- a) (...) coerenza con il profilo di rischio e con la struttura temporale delle passività detenute, in modo tale da assicurare la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le passività, avendo come obiettivo l'equilibrio finanziario nonché la sicurezza, la redditività e la liquidabilità degli investimenti. In tale ambito, privilegiano gli strumenti finanziari con basso grado di rischio, anche facendo ricorso a titoli di debito emessi o garantiti da un Paese membro dell'Unione Europea, da un Paese aderente all'OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Paesi membri dell'Unione Europea;
- b) ottimizzazione della combinazione redditività-rischio del portafoglio nel suo complesso, attraverso la scelta degli strumenti migliori per qualità, liquidabilità, rendimento e livello di rischio, in coerenza con la politica di investimento adottata;
- c) adeguata diversificazione del portafoglio finalizzata a contenere la concentrazione del rischio e la dipendenza del risultato della gestione da determinati emittenti, gruppi di imprese, settori di attività e aree geografiche;
- d) efficiente gestione finalizzata a ottimizzare i risultati contenendo i costi di transazione, gestione e funzionamento in rapporto alla complessità e caratteristiche del portafoglio.

Nella definizione del piano di investimenti è opportuno ricordare che il rendimento a scadenza a fine 2024 del patrimonio del Fondo era pari a circa il 2,75% lordo e a circa il 2,30% netto, perciò inferiore al tasso di rendimento utilizzato come ipotesi centrale nel bilancio tecnico attuariale. Tale tasso di rendimento era stato calcolato ipotizzando un'asset allocation in linea con quella prevista nel precedente Piano pluriennale 2023/2025.

L'asset allocation strategica prevista per i prossimi tre anni persegue i seguenti obiettivi:

- Per la parte “prevalente” del patrimonio:
 - investire una quota di patrimonio almeno pari al 67% in obbligazioni e titoli di Stato con rating “Investment grade” di emittenti europei denominati in euro;
 - assicurare un adeguato rendimento corrente, grazie al mantenimento di una posizione in titoli di Stato italiani, ma riducendo la concentrazione attuale di rischio sul solo emittente pubblico con un parziale rinnovo dei titoli in scadenza;
 - mantenere l'elevata esposizione a titoli indicizzati all'inflazione all'interno della componente di titoli di Stato italiani.
- Per la parte “non prevalente” del patrimonio:
 - assumere una esposizione a emittenti europei non investment grade (high yield), al fine di incrementare il rendimento corrente del patrimonio con una duration relativamente corta;
 - diversificare a livello internazionale una parte del portafoglio sia investment grade sia high yield, per cogliere sia il beneficio di diversificazione dei mercati globali, sia l'elevato premio di rendimento offerto dal segmento high yield, sia corporate sia di mercati emergenti.

Per gli investimenti immobiliari e in fondi immobiliari, si rinvia al paragrafo 8.4.

Per realizzare l'obiettivo dell'asset allocation strategica nel corso del 2025 il Fondo avvierà una procedura di selezione aperta seguendo, per quanto applicabili, le previsioni della deliberazione Covip del 9 dicembre 1999 (“Istruzioni per il processo di selezione dei gestori delle risorse dei fondi pensione”).

La procedura avrà per oggetto i seguenti mandati:

- 2 mandati “Titoli di Stato Italia” per un importo indicativo di 100 mln di euro ciascuno, da raggiungere con conferimenti successivi nell'arco di un anno dall'inizio del mandato. Il patrimonio

assegnato a ciascun mandato potrà essere incrementato fino a un importo massimo pari al 10% del patrimonio finanziario del Fondo.

- Benchmark – Bloomberg Euro Aggregate Treasury Italy – 100%
- Rendimento atteso a 5 anni ¹⁹– 3,00%
- 2 mandati “Corporate High Yield euro” per un importo indicativo di 75 mln di euro ciascuno, da raggiungere con conferimenti successivi nell’arco di un anno dall’inizio del mandato. Il patrimonio assegnato a ciascun mandato potrà essere incrementato fino a un importo massimo pari al 5% del patrimonio finanziario del Fondo.
 - Benchmark – Bloomberg Euro High Yield Ba/B 3% Issuer Constraint – 100%
 - Rendimento atteso a 5 anni – 4,50%
- 2 mandati “Global Aggregate Investment Grade e High Yield” per un import indicativo di 75 mln di euro ciascun, da raggiungere con conferimenti successivi nell’arco di un anno dall’inizio del mandato. Il patrimonio assegnato a ciascun mandato potrà essere incrementato fino a un importo massimo pari al 7% del patrimonio finanziario del Fondo.
 - Benchmark – Bloomberg Global Aggregate – 80% - Bloomberg Global High Yield – 20%
 - Rendimento atteso a 5 anni – 3,50%

Il piano di investimenti è riassunto nella tavola seguente. Va precisato che per semplicità il prospetto non tiene conto del rendimento finanziario accumulato nel periodo e perciò il “VN finale” è inferiore alla stima di patrimonio a fine 2027 contenuta nella tabella tratta dal bilancio tecnico attuariale.

Modalità di investimento	Investimenti	Posizione al 31.12.2024 Valori nominali	Flussi attesi 2025-2027	Nuovi investimenti 2025 - 2027	VN finale	Peso %
Diretto	BTP indicizzati all'inflazione	362	362	400	400	16,8%
Diretto	Altri titoli di Stato Italia	1.031	650		380	15,9%
2 mandati	Mandati titoli di Stato Italia	-	-	300	300	12,6%
2 mandati	Mandati Euro Aggregate IG	323		70	393	16,5%
2 mandati	Mandati Euro High yield	-	-	200	200	8,4%
2 mandati	Mandati Global aggregate total return	-	-	200	200	8,4%
Polizze	Polizze	85	-	-	80	3,4%
	Altri flussi (gestione previdenziale, dotazione)		258		-	
	Totale	1.801		1.170	1.874	
	Liquidità	414	1.270 -	1.170	514	
	Totale	2.215			2.388	

La liquidità prevista a fine periodo va intesa non come obiettivo ma come indicatore delle risorse libere per ulteriori investimenti. Va anche notato che il piano prevede investimenti nella parte “non prevalente” per circa il 17% del patrimonio, perciò ampiamente al disotto del limite del 33%

11. Assetto organizzativo e procedure amministrative in materia di investimenti

La gestione finanziaria del Fondo è attualmente definita e controllata a diversi livelli.

¹⁹ Sondaggio LCGA fra 55 gestori finanziari al 31 dicembre 2024

L' Assessorato Regionale delle Autonomie Locali e della Funzione Pubblica è deputato all'azione di vigilanza e tutela del Fondo, approvandone il bilancio di previsione, le variazioni al preventivo finanziario, il rendiconto generale ed il bilancio tecnico.

Il Consiglio di amministrazione del Fondo (art.8 c. 2 lettera f del Decreto Presidenziale 23 dicembre 2009) nominato il 28.10.2024:

- d) delibera sul bilancio di previsione, sulle variazioni al preventivo finanziario, sul rendiconto generale e sul bilancio tecnico;*
- e) delibera sulle convenzioni, contratti o accordi occorrenti per l'attuazione delle finalità del "Fondo";*
- f) delibera sugli investimenti delle risorse finanziarie acquisite dal "Fondo"*

Il Consiglio di indirizzo e vigilanza del Fondo (art.9 c. 2 lettera c del Decreto Presidenziale 23 dicembre 2009):

- c) approva in via definitiva il bilancio preventivo e il conto consuntivo, nonché i piani pluriennali e i criteri generali dei piani di investimento e disinvestimento.*

Per quanto concerne la filiera istruttoria in materia di investimenti, essa è ascritta al Servizio 5, e prevede l'acquisizione di un parere dell'investment advisor. Il Collegio sindacale del Fondo ha ovviamente un potere/dovere di controllo, attraverso l'intervento alle sedute deliberative del consiglio d'amministrazione, o anche in fase successiva, nell'ambito delle proprie normali prerogative.

12. Controlli della gestione finanziaria

Il controllo della gestione finanziaria è coordinato dal Direttore Generale del Fondo che si avvale di un'apposita articolazione interna di rango dirigenziale, il Servizio 5 "Ragioneria, programmazione economica ed investimenti", e col supporto di un servizio di advisory, in atto affidato, a seguito di procedura negoziale esperito nell'esercizio 2018 ai sensi del Decr. Lgs. 50/2016, alla società European Investment Consulting srl (EIC), con sede legale in Milano. Nel dicembre 2024 la società LCG Advisory SCF S.p.A. ha incorporato EIC subentrando in tutti i contratti in essere.

Il contratto di servizio in essere prevede la produzione delle seguenti analisi:

- Analisi, valutazione e contribuzione della performance finanziaria e performance attribution con cadenza mensile secondo il contenuto minimo richiesto dall'Ente;
- analisi, valutazione e contribuzione del rischio ex post, ivi incluso rischio di mercato, rischio di cambio, rischio di tasso e rischio di credito, con cadenza mensile;
- analisi mensile di tipo VaR, effettuata sia a livello di portafoglio, sia a livello di singola asset class che si singolo strumento finanziario;
- analisi mensile di look through dei fondi UCIT IV detenuti dall'Ente;
- attività con frequenza mensile di Scenario Analysis previo processo di condivisione degli scenari con l'Ente;
- fornitura con cadenza bimestrale di una relazione indipendente sul quadro macroeconomico contestualizzato sia alla lettura della reportistica mensile, sia alla definizione dell'AA preventiva con riferimento all'universo investibile sopra definito;
- monitoraggio trimestrale della duration annuale del portafoglio obbligazionario rispetto alla duration calcolata sulle liabilities;
- analisi di rischio e di performance mensili dedicate ai mandati di gestione e/o sistemi di gestione terzi di cui l'Ente intenderà dotarsi;
- analisi di rischio e di performance, almeno su base trimestrale, dedicate agli strumenti illiquidi detenuti dall'Ente.

La maggiore complessità della gestione finanziaria impone al Fondo di adeguare procedure e presidi in linea con quanto previsto dallo Schema di Decreto²⁰.

In particolare, il Fondo dovrà progressivamente dotarsi di procedure e di strutture organizzative professionali e tecniche adeguate alla dimensione e alla complessità del portafoglio, alla politica di investimento che intendono adottare, ai rischi assunti nella gestione, alla modalità di gestione diretta e/o indiretta ed alla percentuale di investimenti effettuati in strumenti non negoziati nei mercati regolamentati. In tale ambito, il Fondo adotterà processi e strategie di investimento adeguati alle proprie caratteristiche e per i quali sia in grado di istituire, applicare e mantenere politiche e procedure di monitoraggio, gestione e controllo del rischio che siano congruenti e separate rispetto alle attività di investimento.

Particolare attenzione dovrà essere posta nel costituire adeguati presidi di valutazione e controllo nell'ambito degli investimenti in gestione diretta, quali immobili e fondi chiusi di credito o immobiliari.

13. Depositario

In linea con quanto previsto dalla normativa relativa ai fondi pensione negoziali e preesistenti e con le indicazioni dello Schema di Decreto²¹, il Fondo ha individuato BFF Bank S.p.A., con sede in Milano Via Domenichino 5, quale banca depositaria, distinta dal gestore, fornita dei requisiti di cui all'art. 38 del TUF, presso la quale depositare le risorse affidate in gestione a soggetti terzi. Con l'operatività del veicolo la banca depositaria sarà quella strutturata all'interno della Sicav.

14. Conflitti d'interesse

In linea con quanto previsto dallo Schema di Decreto²², il Fondo si doterà di una politica di identificazione e gestione dei conflitti d'interesse con l'obiettivo di *“evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi degli iscritti o dei beneficiari. Sono considerati sia i conflitti relativi a soggetti interni all'Ente, sia quelli relativi a soggetti esterni al medesimo, in relazione allo svolgimento di incarichi da parte di detti soggetti per conto dell'Ente”*.

15. Durata e revisioni del Documento strategico

Il presente documento ha validità triennale e deve essere oggetto di aggiornamento entro il trenta giugno di ogni anno o ogni volta che intervengano novità nel bilancio tecnico attuariale, nella situazione dei mercati finanziari, nel quadro normativo e nelle opportunità d'investimento che rendano necessaria una revisione dell'asset allocation. *“I fattori considerati ai fini dell'eventuale modifica della politica di investimento sono riportati in apposita deliberazione. 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”*²³.

In caso di mancato adeguamento triennale conserverà vigenza, per le parti non incompatibili, fino al nuovo aggiornamento

²⁰ Art. 5, comma 2.

²¹ Art. 10.

²² Art. 11.

²³ Schema di Decreto, art. 7 comma 8.

16. Integrazione dei fattori ESG nella politica di investimento

16.1. Premessa

ESG è l'acronimo costruito con le iniziali delle tre parole inglesi Environmental (ambientale) Social (sociale) e Corporate Governance (governo societario) e indica l'attenzione, nel processo d'investimento, per la valutazione degli emittenti rispetto a questi tre criteri.

L'integrazione di criteri non finanziari nella valutazione degli investimenti ha radici soprattutto nel mondo anglosassone, dove fin dagli anni '60 furono inseriti filtri di tipo etico nelle politiche di investimento del patrimonio delle congregazioni religiose.

L'impulso alla diffusione dei criteri ESG è venuto all'inizio degli anni 2000 con la definizione, promossa dall'ONU, dei "Principles of Responsible Investment" (PRI)²⁴ e dell'organizzazione alla quale a fine giugno aderivano oltre 3.800 organizzazioni per un totale di assets di 121 trilioni di dollari, di cui oltre 600 investitori istituzionali per un totale di assets di 29 trilioni.

I sei principi dell'investimento sostenibile sono:

incorporare parametri ambientali, sociali e di governance (ESG) nell'analisi finanziaria e nei processi di decisione riguardanti gli investimenti;
essere azionisti attivi e incorporare parametri ESG nelle politiche e pratiche di azionariato;
esigere la rendicontazione su parametri ESG da parte delle aziende oggetto di investimento;
promuovere l'accettazione e implementazione dei Principi nell'industria finanziaria;
collaborare per migliorare l'applicazione dei Principi;
rendicontare periodicamente sulle attività e progressi compiuti nell'applicazione dei Principi.

Esempi di criteri di valutazione ESG sono i seguenti:

Ambiente

- Cambiamento climatico;
- esaurimento delle risorse;
- gestione dei rifiuti;
- inquinamento;
- deforestazione.
- Tematiche sociali

Diritti umani;

- Forme moderne di schiavitù;
- Condizioni di lavoro;
- Lavoro minorile;
- Relazioni sindacali.

Governo societario

- Corruzione;
- Remunerazione del top management;
- Struttura dei consigli di amministrazione;
- Lobbying;
- Strategie fiscali.

L'integrazione dei fattori ESG può avvenire in modi diversi, che qui di seguito elenchiamo²⁵, utilizzando anche il termine inglese con il quale sono comunemente definiti:

²⁴ <https://www.unpri.org/>

²⁵ Global Sustainable Investment Alliance (2021) – *Global Sustainable Investment Review 2020*.

ESG integration (Integrazione ESG) – Sistematica ed esplicita inclusione da parte dei gestori dei fattori ESG nell'analisi finanziaria e nelle scelte di investimento;

Corporate engagement & shareholder action (Azionariato attivo) – L'uso del potere come azionisti per influenzare il comportamento delle società, sia tramite un intervento di dialogo con/pressione su alta direzione e Consiglio di amministrazione, sia esercitando il diritto di voto in assemblea, direttamente o indirettamente;

Negative/exclusionary screening (Esclusione di determinati settori o emittenti basata su norme o valutazioni etiche) – Esclusione di settori, società o paesi basata su attività considerate non investibili. I criteri di esclusione possono riferirsi a prodotti (armi, tabacco), comportamenti societari (test su animali, violazione dei diritti umani, corruzione) o su controversie.

Best in class/Positive screening - Inclusione di tutti i settori nell'universo investibile ma selezione degli emittenti che si presentano come migliori, dal punto di vista ESG, all'interno del settore ("best in class");

Sustainability themed/thematic investing – investimento in temi o settori che contribuiscono a soluzioni sostenibili (ad esempio agricoltura sostenibile, edifici a basso consumo energetico ("green buildings"), portafoglio a basso impatto in termini di carbonio, eguaglianza di genere, diversità).

Impact investing – Investimenti finalizzati a ottenere un impatto positivo, sociale e ambientale. Per qualificarsi come tali richiedono la capacità di misurare l'impatto, e di dimostrare l'intenzionalità e il contributo dell'investitore.

Queste modalità non sono mutuamente esclusive.

Va infine ricordato che le motivazioni dell'approccio ESG possono essere diverse.

Mentre i PRI discendono da una visione del ruolo sociale e della responsabilità fiduciaria del gestore e dell'investitore nei confronti dei suoi clienti, azionisti o beneficiari, l'interpretazione dei fattori ESG della direttiva IORP II (vedi oltre) è ristretta al dovere per l'investire di tenere conto dei rischi che i fattori ESG possono comportare per il valore del portafoglio.

16.2. Riferimenti normativi

Nella normativa italiana sulla previdenza complementare le tematiche ESG hanno ricevuto una prima attenzione del 2012, con la Deliberazione COVIP del 16 marzo, "Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento". In quella sede veniva richiesto che il Documento sulla politica d'investimento rappresentasse anche i *"criteri per l'esercizio di voto spettanti al fondo. Il documento riporta gli indirizzi da seguire per assicurare una partecipazione attiva alla conduzione delle società emittenti i titoli detenuti"* (art. 4, comma 1, lettera e)). Inoltre, fra i compiti della Funzione Finanza, veniva previsto che questa *"verifica periodicamente, con il supporto del consulente per gli investimenti etici (se presente), il rispetto da parte dei soggetti incaricati della gestione delle indicazioni date in ordine ai principi e ai criteri di investimento sostenibile e responsabile, laddove previsti nell'ambito dei criteri di attuazione della politica di investimento"* (art. 5, comma 2, lettera c), numero 5)).

il riferimento ai temi ESG è tornato nel Decreto Ministeriale 2 settembre 2014, n.166 *"recante norme sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse"*. Il decreto prevede che *"Il fondo pensione comunica alla COVIP gli aspetti etici, ambientali, sociali e di governo societario presi in considerazione nell'attività di investimento"* (art. 3, comma 6).

Recependo la Direttiva IORP II, nel dicembre 2018 il parlamento italiano ha approvato le modifiche al DL 5 dicembre 2005, la più importante fonte normativa per i fondi pensione negoziali e preesistenti, inserendo riferimenti ai temi ESG come elementi di valutazione dei rischi del fondo stesso e dei suoi investimenti.

L'art. 5 - ter "Gestione dei rischi" prevede che *"4. Il sistema di gestione dei rischi considera i rischi che possono verificarsi nei fondi pensione o nelle imprese cui sono stati esternalizzati loro compiti o attività, almeno nelle seguenti aree, ove pertinenti: g) rischi ambientali, sociali e di governo societario connessi al portafoglio di investimenti e alla relativa gestione."*

Inoltre nell'ambito del processo di "Valutazione interna del rischio" (Art. 5 – nonies) si stabilisce che questa valutazione deve comprendere anche *"h) una valutazione dei rischi ambientali, compresi i cambiamenti climatici, dei rischi sociali e dei rischi connessi al deprezzamento degli attivi in conseguenza di modifiche normative."*

Infine, l'art. 6 – "Regime delle prestazioni e modelli gestionali", al comma 5 – quater, nel portare a livello della norma primaria il documento sulla politica di investimenti prevede che nel documento il fondo comunichi anche il modo in cui *"la politica d'investimento tiene conto dei fattori ambientali, sociali e di governo societario"*.

Va precisato che, salvo che nel caso della gestione dei rischi, la normativa comunitaria ed italiana non comportano l'obbligo di adottare politiche ESG, ma quello di comunicare agli aderenti la propria posizione su questi temi.

In questo senso vanno sia la direttiva europea che 2017/828, che modifica la direttiva 2007/36/CE, per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (in inglese Shareholders Rights Directive (SHDR)), sia il regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019, che tratta della informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (in inglese Sustainability in Finance Disclosure Rules, SFDR).

La direttiva SHDR è stata recepita nell'ordinamento italiano con il decreto legislativo del 10 maggio 2019, n. 49, integrando il Testo Unico della Finanza (TUF).

Il nuovo art. 124 quinquies (commi 1 e 2) del TUF prevede che l'investitore rediga un documento nel quale descrive le modalità con cui:

- a) integra l'impegno in qualità di azionista nella strategia di investimento;
- b) monitora le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario
- c) dialoga con le società partecipate;
- d) esercita i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni;
- e) collabora con altri azionisti;
- f) comunica con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate;
- g) gestisce gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione all'impegno.

La norma prevede anche (comma 3) dell'articolo 124 quinquies che *"Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi forniscono una comunicazione al pubblico chiara e motivata delle ragioni dell'eventuale scelta di non adempiere ad una o più delle disposizioni di cui ai commi 1 e 2."* (principio del "comply or explain").

Allo stesso tempo, la politica di Impegno rende pubblica alcuni aspetti dell'accordo di gestione con i gestori delegati del Fondo Pensione. L'articolo 124 sexies specifica infatti che:

1. *Gli investitori istituzionali comunicano al pubblico in che modo gli elementi principali della loro strategia di investimento azionario sono coerenti con il profilo e la durata delle loro passività, in particolare delle passività a lungo termine, e in che modo contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi.*

2. *Salvo quanto previsto dal comma 3, gli investitori istituzionali che investono per il tramite di gestori di attivi, comunicano al pubblico le seguenti informazioni relative all'accordo di gestione, su base individuale o collettiva, con il predetto gestore di attivi:*

- a) *le modalità con cui l'accordo incentiva il gestore di attivi ad allineare la strategia e le decisioni di investimento al profilo e alla durata delle passività degli investitori istituzionali, in particolare delle passività a lungo termine;*
- b) *le modalità con cui l'accordo incentiva il gestore di attivi a prendere decisioni di investimento basate sulle valutazioni relative ai risultati finanziari e non finanziari a lungo e medio termine delle società partecipate e a impegnarsi con tali società al fine di migliorarne i risultati a medio e lungo termine;*

- c) *le modalità con cui il metodo e l'orizzonte temporale di valutazione dei risultati del gestore di attivi e la sua remunerazione per l'attività di gestione, sono in linea con il profilo e la durata delle passività dell'investitore istituzionale, in particolare delle passività a lungo termine, e tengono conto dei risultati assoluti a lungo termine;*
- d) *le modalità con cui l'investitore istituzionale controlla i costi di rotazione del portafoglio sostenuti dal gestore di attivi, nonché le modalità con cui definisce e controlla un valore prefissato di rotazione del portafoglio e il relativo intervallo di variazione;*
- e) *l'eventuale durata dell'accordo con il gestore di attivi.*

Il regolamento SFDR) prevede invece che i fondi pensione indichino nell'informativa precontrattuale agli aderenti se i comparti d'investimento:

1. Non tengono conto dei fattori di sostenibilità nella gestione (riferimento all'art. 6 del regolamento);
2. Promuovono caratteristiche sociali e ambientali nella gestione (riferimento all'art. 8 del regolamento);
3. Hanno obiettivi di sostenibilità (riferimento all'art. 9 del regolamento).

Dati i previsti elevati oneri di segnalazione connessi a una classificazione come art. 8 o 9, la maggior parte dei fondi pensione italiani hanno per ora scelto la strada di qualificarsi come "articolo 6", pur informando l'aderente delle iniziative comunque adottate per integrare i fattori ESG nel processo di investimento e nella valutazione dei rischi.

16.3. L'approccio del Fondo Pensioni Sicilia

Il Fondo Pensioni Sicilia non è soggetto a nessuna delle previsioni normative citate, ma ha deciso di integrare, per quanto possibile e seguendo un principio di proporzionalità, i principi ESG nel processo di investimento. In linea con la prassi della maggior parte dei fondi pensione, l'integrazione avviene tramite i gestori delegati. Per la componente gestita in modo indiretto il Fondo Pensioni Sicilia affida la gestione delle risorse a gestori professionali individuati tramite una selezione pubblica, condotta secondo i criteri previsti dalla normativa sugli appalti e ispirandosi alla migliore prassi definita nell'ambito della previdenza complementare.

Il Fondo ha tenuto conto dell'integrazione dei criteri ESG (ambientali, sociali e di governo societario) sin dalla fase di selezione dei gestori, assegnando una valutazione migliore ai candidati che adottano stili di gestione ESG.

La collaborazione dei gestori con il Fondo è definita nelle convenzioni di gestione, dove è previsto che "Il gestore si impegna ad assistere il Fondo Pensioni Sicilia relativamente ai c.d. "investimenti responsabili" (ESG) nelle forme che verranno condivise con il Fondo Pensioni Sicilia stesso. Il gestore ha integrato all'interno del processo di gestione criteri ESG (Environmental, Social and Governance) relativamente ai quali invierà un rapporto trimestrale al Fondo Pensioni Sicilia."

Il rapporto dei gestori dovrà essere oggetto di una valutazione del Fondo e di un colloquio con i gestori stessi finalizzato a conoscere le motivazioni della presenza in portafoglio (pressoché inevitabile) di emittenti con rating ESG più basso della media.

GLOSSARIO

Il presente glossario è stato tratto dagli analoghi strumenti disponibili sui siti di Assogestioni (ASS), Borsa Italiana (BI) e Covip (CVP).

Benchmark

Parametro oggettivo di riferimento che viene utilizzato di norma per verificare i risultati della gestione, nonché come parametro per impostare le tecniche di gestione dei portafogli. È composto da uno o più indicatori finanziari di comune utilizzo individuati coerentemente alla politica di investimento adottata per il fondo/comparto. (CVP)

Cartolarizzazione

Operazione mediante la quale un insieme di diritti su attività illiquide (crediti, immobili) sono incorporati in uno strumento negoziabile. La cartolarizzazione è un'operazione finalizzata alla creazione di titoli negoziabili. Tali titoli derivano i flussi di cassa che stanno a fronte della remunerazione che essi forniscono ai sottoscrittori da un pool di attività tipicamente illiquide (prestiti, crediti commerciali, immobili). A garanzia degli investitori, tale pool di attività assume soggettività autonoma rispetto all'originario proprietario degli asset e a tale scopo le attività sono conferite a un'entità speciale appositamente creata per tale scopo (Special Purpose Vehicle, SPV). (BI)

Casse di previdenza

Vedi **Enti previdenziali di base**

CLO (Collateralized Loan Obligation)

Obbligazione garantita da collaterale nella forma di crediti originati da prestiti. Rientra nella più generale classe dei CDO, obbligazioni garantite da vari tipi di collateral. Consiste nel raggruppare una molteplicità di crediti di taglio medio-alto, concessi da istituzioni finanziarie (dette originatori), tipicamente nella forma di prestiti sindacati accordati per le esigenze di finanziamento di particolari operazioni imprenditoriali, come le operazioni di leveraged buyout da parte di manager, o di espansione per acquisizione da parte di aziende prive del capitale di rischio necessario allo scopo. I crediti vengono conferiti a un'entità finanziaria intermedia, che provvede a emettere obbligazioni per un importo corrispondente al volume dei crediti raggruppati, dopo aver preventivamente proceduto a una operazione di tranching. Essa consiste nella suddivisione del volume globale del credito raggruppatto in parti (tranche), aventi differente priorità nel rimborso del debito. Tali obbligazioni sono usualmente collocate presso investitori istituzionali a condizioni di prezzo o di tasso evidentemente diverse, per compensare la maggior rischiosità delle tranche a bassa priorità, che sono le prime a essere colpite da eventuali insolvenze dei debitori. Gli investitori istituzionali provvedono, a loro volta, a diffondere presso il pubblico almeno una parte delle varie tranche obbligazionarie. (Treccani)

Convenzione di gestione (o Mandato di gestione)

Atto scritto tra il fondo pensione e il gestore delle risorse finanziarie (vedi **Intermediari finanziari abilitati alla gestione delle risorse dei fondi pensione**), che definisce le modalità di gestione delle stesse da parte del gestore in accordo con le direttive impartite dal fondo pensione. (CVP)

Depositario

Soggetto che ha i requisiti di cui all'art. 47 del Decreto lgs. 58/1998, presso il quale sono depositate le risorse dei fondi pensione. Esegue le istruzioni del gestore se non sono contrarie alla legge e allo Statuto/Regolamento del fondo pensione e ai criteri di investimento stabiliti nel decreto disciplinante i criteri e i limiti per gli investimenti dei fondi pensione (DM Economia 166/2014) e nel Decreto lgs. 252/2005. (CVP)

Documento sulla politica di investimento

Documento che illustra l'obiettivo finanziario della gestione, l'allocazione strategica delle attività, gli strumenti finanziari nei quali la forma pensionistica intende investire, i criteri di attuazione delle scelte di investimento, i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento, il sistema di controllo della gestione finanziaria. Il documento deve essere redatto da tutte le forme pensionistiche complementari fatta eccezione per i fondi interni costituiti come mera posta contabile nel passivo di bilancio di società ed enti e per le forme pensionistiche che hanno un numero di aderenti inferiore a 100. Deve essere predisposto in conformità alle istruzioni della COVIP. (CVP)

Duration (durata finanziaria)

Costituisce un indicatore del rischio di tasso di interesse cui è sottoposto un titolo o un portafoglio obbligazionario. Nella sua versione più comune è calcolata come media ponderata delle scadenze dei pagamenti per interessi e capitale associati a un titolo obbligazionario. La *duration* modificata esprime invece la semi elasticità del prezzo di un titolo rispetto al rendimento ed è calcolata come rapporto tra la variazione percentuale del prezzo e la variazione assoluta del rendimento.(CVP)

Enti previdenziali privati di base

Enti di previdenza di cui ai Decreti lgs. 509/1994 e 103/1996. Essi sono costituiti nella forma di associazione o fondazione e sono finalizzati all'erogazione di prestazioni pensionistiche, perlopiù di base, e assistenziali in favore di varie categorie di liberi professionisti, e in taluni casi di lavoratori dipendenti, e dei loro familiari e superstiti. Pur perseguendo finalità pubbliche, godono di autonomia gestionale, organizzativa e contabile. Sono soggetti a una vigilanza esercitata, con diverse competenze, dal Ministero del lavoro e delle politiche sociali, e dal Ministero dell'economia e delle finanze (in taluni casi affiancati da altri Ministeri competenti in relazione alle specifiche platee di riferimento), dalla Corte dei Conti e dal Parlamento. La COVIP, a seguito del Decreto legge 98/2011, convertito con modificazioni dalla Legge 111/2011, esercita il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio di tali enti.(CVP)

FIA

OICR diversi dagli OICVM. (CVP)

Fondo pensione

Fondi pensione autonomi

Sono fondi pensione dotati di soggettività giuridica.

Fondi pensione interni

Sono fondi pensione costituiti come poste di bilancio delle imprese – banche, imprese di assicurazione e società non finanziarie – presso cui sono in genere occupati gli iscritti ai fondi stessi.

Fondi pensione a contribuzione definita

Fondo pensione nel quale l'entità della prestazione pensionistica complementare dipende dai contributi versati e dai risultati della gestione finanziaria.

Fondi pensione a prestazione definita

Fondo pensione nel quale l'entità della prestazione pensionistica complementare è preventivamente determinata, di norma, con riferimento a quella del trattamento pensionistico obbligatorio. L'importo del contributo può conseguentemente variare nel tempo in modo tale da poter assicurare l'erogazione della prestazione prefissata.

Fondi pensione di tipo "occupazionale"

Sono fondi istituiti in stretta connessione a un'attività lavorativa, per i quali il datore di lavoro svolge una funzione essenziale, come parte istitutiva e/o soggetto tenuto alla contribuzione. Nei piani a contribuzione definita, talvolta il datore di lavoro riveste anche il ruolo di garante delle prestazioni.

Fondi pensione negoziali (chiusi)

Fondi pensione costituiti in base all'iniziativa delle parti sociali mediante contratti o accordi collettivi a qualunque livello, regolamenti aziendali, accordi fra lavoratori autonomi o liberi professionisti promossi dai sindacati o dalle associazioni di categoria. Sono aperti all'adesione dei lavoratori appartenenti ad aziende, gruppi di aziende o enti, settori o categorie o comparti per i quali trova applicazione il contratto o l'accordo stipulato. Sono costituiti come soggetti giuridici di natura associativa ai sensi dell'art. 36 e seguenti del codice civile distinti dai soggetti promotori dell'iniziativa oppure come associazioni o fondazioni dotate di personalità giuridica il cui riconoscimento è in capo alla COVIP, in deroga al DPR 361/2000. I fondi pensione negoziali costituiti nell'ambito di categorie, comparti o raggruppamenti, sia per lavoratori dipendenti sia per lavoratori autonomi, devono assumere la forma di soggetti riconosciuti.

Fondi pensione aperti

Fondi pensione istituiti da banche, SGR, SIM e imprese di assicurazione rivolti, in linea di principio, a tutti i lavoratori.

L'adesione è consentita su base individuale ovvero su base collettiva. Possono aderire a tali fondi anche soggetti che non svolgono attività lavorativa. I fondi pensione aperti sono istituiti come patrimonio di destinazione ai sensi dell'art. 2117 del codice civile, con delibera dell'organo di amministrazione della società.

Fondi pensione preesistenti

Fondi pensione già istituiti alla data del 15 novembre 1992, prima dell'entrata in vigore del Decreto lgs. 124/1993. Con DM Economia 62/2007 è stata dettata la disciplina per l'adeguamento alla nuova normativa di sistema introdotta dal Decreto lgs. 252/2005. Sono denominati fondi pensione preesistenti autonomi quelli dotati di soggettività giuridica. Sono denominati fondi pensione preesistenti interni quelli costituiti come poste di bilancio o patrimonio di destinazione delle imprese – banche, imprese di assicurazione e società non finanziarie – presso cui sono occupati i destinatari dei fondi stessi. Il Decreto lgs.

252/2005 ha trasferito alla COVIP la vigilanza sui fondi interni bancari e assicurativi, in precedenza sottoposti rispettivamente alla supervisione della Banca d'Italia e dell'IVASS.(CVP)

Intermediari finanziari abilitati alla gestione delle risorse dei fondi pensione

Le SGR e le imprese svolgenti la medesima attività, con sede in uno dei paesi aderenti all'Unione europea, che abbiano ottenuto il mutuo riconoscimento; le SIM, le banche italiane e i soggetti extracomunitari autorizzati all'esercizio dell'attività di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi ovvero soggetti che svolgono la medesima attività, con sede in uno dei paesi aderenti all'Unione europea, che abbiano ottenuto il mutuo riconoscimento; le imprese di assicurazione di cui all'art. 2 del Decreto lgs. 209/2005 mediante ricorso alle gestioni di cui al ramo VI dei rami vita ovvero imprese svolgenti la medesima attività con sede in uno dei paesi aderenti all'Unione europea, che abbiano ottenuto il mutuo riconoscimento.(CVP)

Look-through (principio del)

Principio di trasparenza della composizione del portafoglio titoli dell'investitore. Con riguardo ai fondi pensione il principio trova applicazione relativamente agli investimenti in quote di OICVM: la parte del portafoglio del fondo pensione costituita da quote di OICVM viene considerata, anche ai fini della verifica del rispetto dei limiti di investimento, come se fosse direttamente investita negli strumenti finanziari detenuti dall'OICVM stesso (CVP)

Obbligazione convertibile

È un titolo obbligazionario il cui rimborso può avvenire, a discrezione del sottoscrittore, attraverso la consegna di titoli di altra specie e di uguale valore.

Un'obbligazione convertibile in azioni, per esempio, implica che il sottoscrittore dell'obbligazione possa decidere di ricevere, alla scadenza del prestito obbligazionario, azioni della società emittente o di altra società anziché denaro. La convertibilità delle obbligazioni consente ai loro possessori di partecipare quindi all'incremento del prezzo dell'azione. Il tasso di conversione obbligazione/azione sarà tale che il prezzo delle azioni dovrà aumentare in modo notevole prima che tale conversione possa avvenire convenientemente.

L'emissione di questa tipologia di obbligazioni è un modo che l'azienda ha per evitare di trasmettere segnali negativi al mercato, poiché questa operazione lascia sottintendere che il management si aspetta buone performance aziendali in futuro e un incremento del prezzo dell'azione.

La conversione obbligazionaria può avvenire secondo due modalità: diretta e indiretta.

La modalità diretta prevede semplicemente la conversione da parte dell'obbligazionista delle proprie obbligazioni ad un rapporto prefissato in azioni della società emittente. La conversione indiretta prevede invece la conversione in azioni di una società diversa da quella emittente le obbligazioni.

Generalmente la conversione viene sospesa in particolari periodi dell'anno, ovvero in occasione di particolari eventi societari quali la distribuzione dei dividendi o l'approvazione del bilancio.

Le obbligazioni convertibili presentano una serie di vantaggi rispetto ai comuni investimenti obbligazionari o azionari. In primis occorre ricordare la priorità di rimborso di questa tipologia di titoli rispetto alle azioni in caso di fallimento societario. In secondo luogo, la natura obbligazionaria permette di risultare parzialmente protetti dai ribassi delle azioni sottostanti al titolo (sostenendo solo ribassi del valore delle obbligazioni convertibili rese meno appetibili dalla fase ribassista delle azioni). In caso di rialzo delle azioni è possibile trarre vantaggio dalla situazione esercitando il diritto di conversione o vendendo direttamente l'obbligazione convertibile ad un prezzo più alto di quello di acquisto. Lo svantaggio principale si origina in presenza di ribassi contemporanei del mercato obbligazionario e di quello azionario, che rendono svantaggiosa la conversione in azioni del titolo e nel contempo assicurano rendimenti inferiori a quelli ottenibili nello stesso momento da un'obbligazione ordinaria.

La legge italiana permette in questa forma l'emissione di azioni *sotto la pari*: in sede di conversione dell'obbligazione in azioni, si applica il rapporto di concambio obbligazione-azione determinato dall'organo amministrativo e dall'advisor. Il "prezzo" dell'azione può essere inferiore al valore nominale di quest'ultima, ed il disaggio è la differenza lucrata dall'obbligazionista fra quanto versato e quanto rimborsato.

L'amministratore delle società di capitali necessita di una delibera dell'assemblea degli azionisti relativamente all'ammontare delle nuove azioni da emettere e al periodo massimo di conversione, in base alle richieste degli obbligazionisti nel semestre precedente^[1].

Spetta all'amministratore comunicare al Registro delle Imprese l'aumento del capitale sociale nominale derivante dalla conversione.

La prezzatura delle obbligazioni convertibili può avvenire tramite uno dei seguenti metodi: il modello binomiale, il metodo delle differenze finite, il metodo Monte Carlo.

Obbligazione strutturata

Titolo obbligazionario che incorpora all'interno di uno strumento di debito di tipo tradizionale un contratto derivato, solitamente di tipo opzionale.

Le obbligazioni strutturate sono strumenti finanziari a rendimento variabile che nascono dalla combinazione di un'obbligazione ordinaria con uno o più contratti derivati.

La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del capitale a scadenza (per l'intero valore nominale) più eventuali cedole periodiche, mentre la componente derivata determina la variabilità del rendimento.

La componente derivata può consistere in una opzione, in tal caso il possessore percepirà una cedola premio di importo variabile contestualmente al rimborso del capitale, oppure in uno swap, in tal caso il possessore percepirà cedole periodiche di importo variabile.

Le obbligazioni strutturate possono essere classificate in funzione:

- del tipo di attività sottostante la componente derivata: equity linked, index linked, basket linked, floater, reverse floater;
- della struttura di indicizzazione (o del tipo di strumento derivato incorporato nel titolo): plain vanilla, average, cliquet, reverse cliquet, rainbow, digital, ecc. (BI)

OICR (Organismi di investimento collettivo del risparmio)

L'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata. La voce comprende gli OICVM e gli altri fondi comuni di investimento. Sono OICR anche le SICAV e SICAF (vedi oltre).

OICVM (Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari)

La voce comprende gli OICR che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE.(CVP)

Principio di diversificazione degli investimenti

Investire le risorse finanziarie applicando il principio di diversificazione significa investire il patrimonio in classi di attività differenti (azioni, obbligazioni, fondi comuni di investimento, altro). La diversificazione consente di ridurre il livello di rischio e permette di cogliere, con maggiore probabilità, le migliori opportunità di rendimento.(CVP)

Rami assicurativi vita

Per ramo assicurativo si intende la gestione della forma assicurativa corrispondente a un determinato rischio o ad un gruppo di rischi tra loro simili, distinguendo il Ramo Vita e il Ramo Danni. All'interno del Ramo Vita vi sono in particolare le seguenti tipologie contrattuali: Ramo I - assicurazioni sulla durata della vita umana; Ramo II – assicurazioni di nuzialità e natalità; Ramo III - assicurazioni sulla vita connesse con fondi di investimento o indici; Ramo IV - assicurazioni malattia a lungo termine; Ramo V - operazioni di capitalizzazione; Ramo VI - gestione di fondi pensione. (CVP)

Rating

Valutazione, formulata da un'agenzia privata specializzata, del merito di credito di un soggetto emittente obbligazioni sui mercati finanziari internazionali; esso fornisce agli operatori finanziari un'informazione omogenea sul grado di rischio dei singoli emittenti. Standard & Poor's, Moody's e Fitch sono le agenzie di *rating* più rappresentative. Per l'assegnazione del *rating*, le agenzie definiscono una scala alfanumerica ordinale nella quale le diverse categorie di rischio di credito sono elencate in ordine crescente di rischiosità: per il debito a lungo termine la valutazione AAA indica il giudizio massimo di affidabilità. (CVP)

Il rating è una valutazione dell'affidabilità creditizia dell'emittente di un titolo obbligazionario, con riferimento a una specifica emissione. Il rating non è, quindi, una raccomandazione ad acquistare o a vendere un titolo, dal momento che non contiene alcuna informazione circa la valutazione attuale del titolo.

Il rating è comunque un affidabile indice del rischio di credito a cui è esposto chi investe in uno specifico titolo obbligazionario e può quindi rappresentare un utile parametro per la valutazione del premio al rischio che deve essere considerato nella determinazione del fair price dell'obbligazione.

Il rating si basa, in misura diversa, sulle seguenti valutazioni:

- probabilità di default, ovvero capacità e volontà dell'emittente a corrispondere puntualmente i pagamenti in conto interesse e in conto capitale;

- natura e caratteristiche dell'emissione;
- garanzia offerta ai titoli e posizione di relativo privilegio in caso di fallimento, ristrutturazione o altri eventi che possono causare pregiudizio ai sottoscrittori.

I rating delle emissioni obbligazionari sono assegnati da agenzie indipendenti, come Moody's e Standard & Poor's.(ASS)

Regime di calcolo della pensione contributivo

Regime di calcolo della prestazione pensionistica che si basa sui contributi versati nel corso dell'intera vita lavorativa, rivalutati annualmente con un coefficiente di capitalizzazione, e sull'età al momento del pensionamento. Per ottenere il valore della prestazione il montante così ottenuto viene correlato, mediante coefficienti di trasformazione, alla speranza di vita del soggetto al momento del pensionamento.

retributivo

Regime di calcolo della prestazione pensionistica che si basa sulla anzianità contributiva acquisita e sulla retribuzione percepita nel periodo lavorativo.

Regime di finanziamento

a ripartizione

Regime finanziario di gestione nel quale i contributi previdenziali versati nell'anno solare di riferimento per i lavoratori attivi sono utilizzati per finanziare l'erogazione delle prestazioni previdenziali ai pensionati; in tal modo non c'è alcuna accumulazione di risorse finanziarie e la gestione è puramente amministrativo/contabile.

a capitalizzazione

Regime finanziario di gestione nel quale i contributi versati per i lavoratori attivi vengono accantonati, anche in conti individuali, e vengono gestiti secondo le tecniche dell'investimento finanziario con la finalità di costituire un montante per la successiva erogazione della pensione.(CVP)

Rendimento e premio per il rischio

Extra-rendimento rispetto al tasso di un'attività priva di rischio richiesto da un investitore avverso al rischio per essere incentivato ad acquistare il titolo rischioso.

Il rendimento di un titolo finanziario viene definito in questo modo: l'investitore paga un certo prezzo di acquisto, diciamo pari a 100, e alla fine dell'anno valuta la propria posizione utilizzando il prezzo di mercato dell'attività, supponiamo pari a 110, tenendo conto naturalmente dei dividendi o delle cedole percepiti durante l'anno, ad esempio pari a 5. In questo esempio il valore finale dell'investimento è di 115 (10 di prezzo finale e 5 di dividendo) e deve essere confrontato con un investimento iniziale di 100.

Il rendimento complessivo è del 15%. Si tratta di un rendimento soddisfacente? Dipende dalle alternative disponibili. Un'alternativa è senz'altro rappresentata dall'investimento in un titolo senza rischio annuale, che offre con certezza un tasso di interesse. Supponiamo che il tasso di interesse sia del 5%.

Il rendimento del 15% è senz'altro più alto del 5%, ma occorre tenere presente che l'investimento nel titolo finanziario comporta una certa dose di rischio. Invece di avere un prezzo finale di 110, il titolo avrebbe potuto avere un prezzo finale pari ad 80 che, assieme al dividendo di 5, avrebbe comportato un rendimento complessivo di -15%. Se l'investimento nel titolo è rischioso, non è corretto confrontare il rendimento finale del 15% con il tasso di interesse del 5%, in quanto l'investitore sarà disposto ad investire in un titolo rischioso anziché in un titolo senza rischio solo in presenza di una adeguata remunerazione.

Occorre da una parte tenere conto di tutti gli scenari possibili del rendimento rischioso, calcolando il rendimento atteso, e dall'altra parte calcolare l'alternativa sommando al tasso di interesse anche la remunerazione necessaria a compensare per il rischio che si corre, definito premio per il rischio.

Se ad esempio ci sono solo due scenari possibili di rendimento del titolo rischioso, +15% e -15%, e se la probabilità del primo scenario è del 90% e la probabilità del secondo scenario è del 10%, si ottiene un rendimento atteso pari a nove decimi di +15% e ad un decimo di -15%, per ottenere un risultato finale di +12%. Se il premio per il rischio è ad esempio del 5%, allora il rendimento atteso del 12% si confronta favorevolmente con la somma del tasso di interesse e del premio per il rischio, pari a 10%. (ASS)

Rischio finanziario

In campo finanziario, il rischio è l'**incertezza** legata al valore futuro di un'attività o di uno strumento finanziario o, più in generale, di un qualsiasi investimento.

Un'attività patrimoniale si definisce rischiosa se il flusso monetario che produce è almeno in parte **casuale**, cioè non è conosciuto in anticipo con certezza. Un **titolo azionario** è un classico esempio di attività rischiosa: non si può sapere se il prezzo aumenterà o diminuirà nel tempo, né se la società che lo ha emesso pagherà periodicamente i dividendi.

Per quanto i titoli azionari siano considerati **attività rischiose** per eccellenza, in realtà ne esistono molte altre. Nel caso dei **titoli obbligazionari**, la società emittente potrebbe fallire e non restituire il capitale o corrispondere gli interessi ai sottoscrittori. Gli stessi titoli di Stato che maturano a 10 o 20 anni sono rischiosi: per quanto sia fortemente improbabile che il governo di un paese industrializzato vada in *default* (cioè non sia in grado di pagare quanto dovuto), il tasso d'inflazione può aumentare inaspettatamente, riducendo il valore reale degli interessi e del capitale restituito alla scadenza, e dunque il valore del titolo.

Un'attività priva di rischio o **risk-free** garantisce un flusso monetario certo. I titoli di stato a breve termine dei paesi più avanzati (come i Treasury Bill americani o i BOT italiani) sono privi o quasi di rischio. Giungendo a scadenza nel volgere di pochi mesi, il rischio legato a un aumento inatteso dell'inflazione è esiguo, e si può essere ragionevolmente certi che il governo non mancherà di corrispondere alla scadenza il capitale e gli interessi. Altri esempi di attività *risk-free* sono i depositi bancari a vista e i certificati di deposito a breve termine. (ASS)

Gestire il rischio significa mettere in atto tutti gli accorgimenti necessari a controllare i fattori di incertezza legati a un'attività e a limitare gli effetti di potenziali eventi avversi.

Nel caso dell'attività di compravendita di strumenti finanziari, la gestione del rischio si basa sulla distinzione fra potenziale di opportunità (**upside risk**) e potenziale di pericolo (**downside risk**).

Dal momento che l'impiego del risparmio ha come obiettivo l'ottenimento del massimo rendimento, la gestione del rischio di un portafoglio finanziario sarà volta a limitare il più possibile il verificarsi degli eventi negativi e a minimizzarne il relativo impatto, cercando di non ostacolare il verificarsi di eventi positivi. In altri termini, la gestione del rischio finanziario consiste nel minimizzare il **downside risk**, senza limitare troppo l'**upside risk**.

Gestire professionalmente il rischio di un portafoglio finanziario significa procedere a una sequenza di valutazioni - relative sia alle singole attività incluse nel portafoglio, sia ai rapporti di relazione fra queste, sia al portafoglio nel suo complesso - tale da permettere un'accurata pianificazione del rischio a cui il portafoglio viene esposto.

Queste analisi consentono di definire una banda di oscillazione ideale del portafoglio - il cosiddetto profilo rischio-rendimento - e stabilire le azioni da intraprendere nel caso in cui il suo valore oscilli oltre la soglia prevista.

L'attività di valutazione e analisi dei rischi parte quindi dalla stima della probabilità e del possibile impatto dei singoli eventi rischiosi, per giungere alla composizione di un quadro generale dei fattori d'incertezza a cui il portafoglio è esposto. A conclusione dell'attività di analisi e valutazione, il rapporto tra le opportunità e i rischi legati all'investimento dovrà bilanciare le aspettative e le esigenze del risparmiatore.

SICAF/SICAV

La SICAV o società per azioni a capitale variabile è una società per oggetto esclusivo l'investimento del proprio patrimonio, raccolto attraverso il collocamento presso il pubblico delle proprie azioni.

La SICAF o società per azioni a capitale fisso è una società a capitale fisso avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi. Mentre le azioni della Sicav vengono emesse e annullate in modo continuo, quelle della Sicaf vengono emesse seguendo le normali procedure delle società di capitali.

Data la sua natura di società "chiusa" la SICAF viene utilizzata in tutti i casi in cui si intenda investire anche in fondi d'investimento alternativi illiquidi e non si intenda essere vincolati alla più stringente normativa dei fondi aperti.

Questi veicoli d'investimento consentono una elevata personalizzazione della politica di investimento, delle modalità di gestione (diretta o tramite un gestore autorizzato) e della governance (veicolo autonomo con proprio Consiglio di amministrazione, sotto-comparto di un veicolo già esistente con accesso al Comitato Investimenti eccetera).

A causa del più favorevole trattamento fiscale gli investitori istituzionali italiani costituiscono questi veicoli in Lussemburgo o in minore misura in Irlanda.

Rispetto alla struttura SGR/Fondo comune, la differenza è netta, perché il fondo comune è un patrimonio a sé stante, costituito con il denaro dei sottoscrittori e gestito dalla sgr, mentre le sicav e le sicaf sono vere e proprie società di cui i sottoscrittori divengono soci con tutti i relativi diritti (ad esempio il diritto di voto). In pratica, però, sia i fondi che le sicav e le sicaf svolgono lo stesso tipo di attività.

Tasso annuo di crescita composto

Il tasso annuo di crescita composto, più comunemente noto come CAGR dall'acronimo anglosassone Compounded Average Growth Rate, rappresenta la crescita percentuale media di una grandezza in un lasso di tempo. Dato per esempio il fatturato A di un'azione all'anno x e il fatturato B di un'azienda nell'anno y, il CAGR dei ricavi indica la crescita percentuale media annua dei ricavi.

Per comprendere il concetto e la sua utilità bisogna partire dal tasso di crescita e dalla sua definizione. Dato un valore iniziale X_0 e un valore finale X_1 , la crescita che si registra tra è dato dalla differenza tra X_0 e X_1 è ovviamente data dalla differenza $X_1 - X_0$. Il tasso di crescita "c" sarà invece dato dal rapporto fra crescita e valore iniziale, ossia $(X_1 - X_0)/X_0$ quindi sarà uguale a $(X_1/X_0) - 1$.

A questo punto torna utile calcolare il valore finale di una grandezza che aumenta con un certo tasso di crescita c quindi (risolvendo l'ultima equazione per X_1 , ossia il valore finale risultante da un tasso di crescita c) si avrà $X_1 = X_0(c+1)$.

Se si considerano però più periodi $X_0, X_1, X_2, X_3, X_4, X_5 \dots$ si dovrà ogni volta ricalcolare la crescita sul periodo precedente. La prima volta dunque si avrà $X_1 = X_0(c+1)$, ma la seconda volta si avrà $X_2 = X_1(c+1)$, ossia $X_2 = X_0(c+1)(c+1) = X_0(c+1)^2$. La struttura si ripeterà di volta in volta, dando per scontato un tasso di crescita costante, e quindi $X_n = X_0(c+1)^n$.

Si tratta di una formula fondamentale in matematica e in economica. Può essere per esempio applicata per calcolare il capitale finale che si ha quando si investe in un'obbligazione a reddito fisso per un numero di anni. Questa formula però consente anche di calcolare a ritroso il nostro tasso annuo di crescita composto CAGR. In questo caso infatti dato il valore finale e quello iniziale, quindi il numero di anni intercorsi, la nostra incognita sarà il tasso di crescita c.

Da ciò dunque $CAGR = (X_n/X_0)^{1/n} - 1$.

Va evidenziato che il risultato che questa formula fornisce è decimale, quindi per ottenere la variazione percentuale bisognerà moltiplicare il tutto per 100.

Un esempio potrà essere utile. Dato un fatturato iniziale di 5 milioni di euro e uno dopo 6 anni di 10 milioni di euro, il CAGR sarà uguale a $(10/5)^{1/6} - 1$, cioè a 0,12246, ossia la società in sei anni avrà mostrato una crescita annua percentuale del 12,24% circa.

Vanno fatte dunque alcune considerazioni. Il CAGR innanzitutto non è un numero "vero", nel senso che è una media estrapolata, quindi se la crescita media è stata del 5% il secondo anno potrebbe essere stata del 3% o del 7%, ma questo tasso non ci fornisce il dettaglio.

Altra considerazione riguarda l'impiego di questo indicatore: è chiaro che se si prendono in considerazione un anno particolarmente "fiacco" e uno brillante il CAGR mostrerà tassi di crescita assai elevati, che però probabilmente risulteranno meno credibili a un'analisi più approfondita.

Il CAGR è inoltre uno degli indicatori più utilizzati per calcolare il rendimento medio di un investimento in un dato periodo. Anche in questo caso ovviamente si ottiene una performance media che anno per anno potrà essere stata anche molto distante dal valore ottenuto. Bisogna inoltre evidenziare che se il rendimento di un investimento si è attestato su un valore nel passato, non v'è alcuna garanzia che in futuro si ottenga lo stesso. Il vantaggio indubbio del CAGR è ovviamente il fatto che dato il valore iniziale e quello finale, oltre ai periodi intercorsi, si ottiene facilmente il rendimento medio annuo e quindi comunque un'indicazione utile. (BI)

Tasso di rendimento effettivo a scadenza

Tasso di rendimento che consente di eguagliare, in senso finanziario, il prezzo pagato per acquistare un titolo di debito con la somma dei valori attuali di tutti i flussi futuri, sia in linea interessi che in linea capitale, che maturano a beneficio del possessore (BI)

Variabilità

È la misura in cui i possibili esiti di un evento incerto differiscono.

Per capire l'importanza di questo concetto, supponete di dover scegliere se investire 10.000 euro in due titoli azionari con la stessa remunerazione attesa (1.500 euro). Il titolo azionario A è emesso da una società nuova, con un prodotto fortemente innovativo da lanciare, e offre due payoff di pari probabilità: se il prodotto ha molto successo, guadagnate 2000 euro; se ne ha poco, ne guadagnate solo 1000.

Il titolo azionario B è di una società che esiste da molti anni, con un mercato consolidato: la probabilità di guadagnare 1510 euro è molto elevata (0,99), ma c'è una probabilità su cento che l'azienda fallisca, nel qual caso guadagnereste solo 510 euro.

I due titoli hanno lo stesso **rendimento atteso**:

Titolo A – $(0,5)(2.000 \text{ euro}) + (0,5)(1.000 \text{ euro}) = 1.500 \text{ euro}$

Titolo B – $(0,99)(1.510 \text{ euro}) + (0,01)(510 \text{ euro}) = 1.500 \text{ euro}$.

La variabilità dei possibili payoff, tuttavia, è diversa. Per misurare la variabilità, occorre riconoscere che quanto maggiore è la differenza (negativa o positiva) tra il payoff atteso e il payoff effettivo, tanto maggiore è il rischio. Chiamiamo questa differenza deviazione o scarto. La deviazione in sé non offre una misura della variabilità; infatti, assumendo di volta in volta valore positivo o negativo, la sua media ponderata in base alla probabilità è sempre nulla.

Per aggirare questo problema, basta elevare al quadrato le deviazioni, al fine di ottenere valori sempre positivi: con questo espediente possiamo misurare la variabilità calcolando la deviazione standard, o scarto quadratico medio: la radice quadrata della media ponderata dei quadrati delle deviazioni dei payoff dal loro valore atteso, calcolata usando come pesi le rispettive probabilità.