

**Quaderno di approfondimento 2019**

# Investire in Italia: attivare le potenzialità del Paese

**Investitori istituzionali e asset alternativi: buone pratiche  
e strumenti per investire in economia reale**

*A cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali in collaborazione con Borsa Italiana*

*Coordinamento scientifico*

*Dott. Niccolò De Rossi*

*Dott. Gianmaria Fragassi*

*Dott.ssa Alessandra Franzosi*





## Quaderno di approfondimento 2019

# Investire in Italia: attivare le potenzialità del Paese

Investitori istituzionali e asset alternativi: buone pratiche  
e strumenti per investire in economia reale

*A cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali in collaborazione con Borsa Italiana*

### Coordinamento scientifico

**Dott. Niccolò De Rossi**

**Dott. Gianmaria Fragassi**

**Dott.ssa Alessandra Franzosi**

### Contributors

<b>Niccolò De Rossi</b>	<i>Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali</i>
<b>Gianmaria Fragassi</b>	<i>Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali</i>
<b>Alessandra Franzosi</b>	<i>Head of Pension Fund &amp; Asset Owners Borsa Italiana - LSEG</i>
<b>Patrizia Celia</b>	<i>Head of Large Caps, Investment Vehicles &amp; Market Intelligence Borsa Italiana - LSEG</i>
<b>Sergio Corbello</b>	<i>Presidente Assoprevidenza</i>
<b>Maurizio De Martino</b>	<i>Senior Advisor Borsa Italiana - LSEG</i>
<b>Ivonne Forno</b>	<i>Direttore Generale Fondo Pensione Laborfonds</i>
<b>Roberto Giordana</b>	<i>Vice Direttore Generale Fondazione CR Cuneo</i>
<b>Emilio Giorgi</b>	<i>Chief Risk Officer Fondazione ENPAM</i>
<b>Gianni Golinelli</b>	<i>Responsabile Finanza ENPACL</i>
<b>Alfredo Granata</b>	<i>Direttore Patrimonio INARCASSA</i>
<b>Teresa Greco</b>	<i>Presidente Fondo Pensione B.R.E. Banca</i>
<b>Gilles Guibout</b>	<i>Head of European Strategies AXA Framlington Equities AXA Investment Managers</i>
<b>Roberto Italia</b>	<i>Amministratore Delegato Space Holding S.r.l.</i>
<b>Giovanni Maggi</b>	<i>Presidente Assofondipensione</i>
<b>Federico Merola</b>	<i>Amministratore Delegato Arpinge S.p.A.</i>
<b>Alberto Oliveti</b>	<i>Presidente AdEPP</i>
<b>Giuseppe Pagliarani</b>	<i>Direttore Generale Fondo Pensione Byblos</i>
<b>Paolo Petrignani</b>	<i>Amministratore Delegato Quaestio Capital SGR S.p.A.</i>
<b>Stefano Scalera</b>	<i>Dirigente Ministero dell'Economia e delle Finanze</i>
<b>Davide Squarzoni</b>	<i>Amministratore Delegato Prometeia Advisor SIM</i>
<b>Settimio Stigliano</b>	<i>Responsabile Ufficio Mercati Azionari Locali Arca Fondi SGR</i>
<b>Alessandro Stori</b>	<i>Direttore Generale Fondenergia</i>
<b>Barbara Terranova</b>	<i>Partner Galante e Associati Studio Legale</i>

*La redazione del presente Quaderno è stata possibile grazie al sostegno di*

**Arca Fondi SGR, Arpinge S.p.A., AXA Investment Managers, Quaestio Capital SGR S.p.A.,  
Space Holding S.r.l.**



## Quaderno di approfondimento 2019

### Investire in Italia: attivare le potenzialità del Paese

*Investitori istituzionali e asset alternativi: buone pratiche e strumenti per investire in economia reale*

#### INDICE

<b>Introduzione</b> – <i>N. De Rossi, G. Fragassi, A. Franzosi</i> .....	7
<b>1. Obiettivi e metodo di lavoro</b> – <i>G. Fragassi</i> .....	8
1.1 Le caratteristiche.....	8
1.2 I protagonisti.....	9
<b>2. Investimenti in economia reale e <i>funding gap</i></b> - <i>N. De Rossi, A. Franzosi</i> .....	11
2.1 Le possibili definizioni di “investimento in economia reale” .....	11
2.2 Il posizionamento degli investitori istituzionali domestici .....	13
2.3 Universo investibile e <i>funding gap</i> .....	15
<b>3. Le voci terze</b> .....	19
3.1 Le Casse e gli investimenti in economia reale – <i>A. Oliveti</i> .....	19
3.2 I Fondi Pensione Negoziati e i “nuovi” strumenti alternativi – <i>G. Maggi</i> .....	20
3.3 Fondi Pensione complementari: per gli investimenti nell’”economia reale” occorre essere realisti – <i>S. Corbello</i> .....	22
3.4 Fondazioni di origine bancaria ed economia reale – <i>R. Giordana</i> .....	24
3.5 L’anello mancante tra risparmio e investimenti nell’economia reale – <i>S. Scalera</i> .....	27
<b>4. I punti chiave emersi, condivisi e consolidati</b> - <i>A. Franzosi</i> .....	30
4.1 Gli obiettivi perseguiti .....	30
4.2 Le difficoltà riscontrate.....	31
4.3 Le possibili aree di sviluppo.....	32
<b>5. I “case study” presentati</b> .....	35
5.1 ENPACL – <i>G. Golinelli</i> .....	35
5.2 ENPAM – <i>E. Giorgi</i> .....	40
5.3 INARCASSA – <i>A. Granata</i> .....	44
5.4 B.R.E. Banca – <i>T. Greco</i> .....	49
5.5 Byblos – <i>G. Pagliarani</i> .....	54
5.6 Fondenergia – <i>A. Stori</i> .....	60
5.7 Laborfonds – <i>I. Forno</i> .....	63

<b>6.</b>	<b>Nuovi prodotti per investire nell'economia reale italiana</b> .....	73
6.1	PIR: gli investimenti nelle eccellenze italiane – <i>S. Stigliano</i> .....	73
6.2	Le infrastrutture per uno sviluppo sostenibile: il passaggio dal Partenariato Pubblico Privato al Partenariato Pubblico Privato-istituzionale e Pubblico Privato-sociale <i>F. Merola</i> .....	75
6.3	PIRchè conviene? Benefici fiscali e ricadute per l'economia reale <i>G. Guibout, B. Terranova</i> .....	77
6.4	FIA quotati: i sottostanti illiquidi negoziabili sui mercati – <i>P. Celia</i> .....	80
6.5	ELITE BASKET BOND: un'operazione innovativa a favore delle imprese e degli investitori - <i>M. De Martino</i> .....	81
6.6	Investire nel credito a sostegno dell'economia reale italiana – <i>P. Petrignani</i> .....	83
6.7	Le <i>Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)</i> – <i>R. Italia</i> .....	85
<b>7.</b>	<b>Riflessioni conclusive</b> .....	88

Il presente *Quaderno* è stato redatto con informazioni e dati disponibili al 31.12.2018

## Introduzione

Niccolò De Rossi e Gianmaria Fragassi, *Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali*  
Alessandra Franzosi, *Head of Pension Fund&Asset Owners Borsa Italiana – LSEG*

**Gli investimenti da parte degli investitori istituzionali a supporto dell'economia reale** sono da tempo uno dei temi a cui si rivolge l'attenzione non solo dei protagonisti della finanza, ma spesso anche delle autorità governative domestiche e comunitarie. Tante volte si è fatto riferimento alla necessità di creare **forme di finanziamento alternativo al tradizionale canale bancario** per convogliare risorse direttamente al sistema produttivo, alle PMI e a progetti infrastrutturali. La necessità di un crescente apporto di capitali privati trova origine nelle ripercussioni che l'ultima crisi ha avuto sul sistema bancario, dando luogo a forme severe di *credit crunch*; nel contempo le politiche di contenimento della spesa pubblica adottate in modo generalizzato richiedono di rivolgersi sempre più ai partenariati pubblico privato come per altro sollecitato, a livello europeo, dalla *Capital Markets Union*.

Si è così registrata una **crescita consistente di strumenti e strategie a supporto dell'investimento in economia reale** alla ricerca di soluzioni "investibili" da parte degli investitori istituzionali. Gli esempi internazionali non mancano. Il **Fondo Pensione PFA danese** investe da tempo in *real assets* quali infrastrutture e impianti eolici perlopiù sul territorio nazionale. In Francia, la **Caisse de Depot** si è fatta promotrice di una famiglia di fondi che investono in partenariato con fondi pensione e assicurazioni in PMI francesi sia private che quotate. In Olanda, PGGM uno dei principali fondi pensioni del Paese, sta sperimentando forme di *direct lending* a PMI olandesi in *join venture* con il sistema bancario. **Sul fronte delle infrastrutture**, i fondi pensione australiani da tempo investono in PPP infrastrutturali; i fondi pensione del Regno Unito hanno costituito una piattaforma di coinvestimento in infrastrutture del Paese. Anche in Italia i tempi sono maturi affinché gli investitori istituzionali di lungo termine inizino a ricoprire un ruolo da protagonisti.

Il **crescente risparmio previdenziale**, attraverso mercati dei capitali sempre più profondi, ha un effetto positivo sull'economia e sulla crescita del Paese. Si sta parlando di una sorta di **circolo virtuoso**: più investimenti a sostegno del sistema Paese da parte degli investitori istituzionali significano più risorse alle imprese e alle infrastrutture economiche e sociali, quindi più lavoro, più ricerca e sviluppo, più crescita aziendale, una maggiore occupazione, maggiore disponibilità di spesa e, di riflesso, maggiore propensione ad un risparmio previdenziale meglio remunerato.

È così che Itinerari Previdenziali e Borsa Italiana hanno dato vita a un progetto volto a indagare in modo innovativo gli investimenti in economia reale da parte degli investitori istituzionali. Il **"Quaderno di approfondimento" raccoglie in un "unicum"** gli spunti di riflessione, le idee innovative e le soluzioni sia in termini di buone pratiche che di modalità e strumenti per realizzarle. Il confronto tra i protagonisti del panorama previdenziale, le associazioni di categoria e altri *stakeholders*, ha consentito una partecipazione variegata, espressione di contenuti altamente qualificati.

Nel *Quaderno*, un *focus* particolare è dedicato alle schede di sintesi degli investimenti già effettuati da alcuni investitori e presentati durante gli incontri del Tavolo di lavoro, corredati da un'intervista ai protagonisti. Tali contributi, se da un lato evidenziano i complessi processi che stanno alla base di tale scelta, nel contempo dimostrano la concreta fattibilità dell'investimento in economia reale italiana.

## 1. Obiettivi e metodo di lavoro

*Gianmaria Fragassi, Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali*

Nel presente Capitolo verranno evidenziati i presupposti, gli scenari e le peculiarità dalle quali ha preso vita il Tavolo di lavoro; saranno inoltre presentati i numerosi partecipanti presenti agli incontri, quali investitori istituzionali, fabbriche prodotte, associazioni di categoria e protagonisti del settore. La volontà, come si avrà modo di approfondire in seguito, è stata quella di riunire una pluralità di voci che hanno reso qualificante il progetto e cercare così di creare, quanto più possibile, una **community consapevole** dell'importanza e della complessità del lavoro da compiere.

### 1.1 Le caratteristiche

Il progetto “Tavolo di lavoro sull'economia reale italiana”, pensato e realizzato da Itinerari Previdenziali e Borsa Italiana, trova ispirazione dalla convinzione che momenti di condivisione, confronto e discussione siano le strade più proficue per raggiungere un obiettivo comune. Itinerari Previdenziali svolge da oltre 10 anni lavoro di analisi e monitoraggio nell'ambito del *welfare* pubblico e complementare, dell'economia, della fiscalità e della finanza gestionale. Borsa Italiana sviluppa e gestisce le infrastrutture del mercato dei capitali italiani, massimizzandone la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza, ammette le società in quotazione e gli strumenti finanziari in negoziazione, controllando gli obblighi di operatori ed emittenti. Tale collaborazione, che unisce idealmente il mondo della previdenza con quello della finanza e del mercato dei capitali, ha voluto produrre contenuti e spunti per tendere verso una crescente maturazione del sistema.

È da questa premessa che ha preso ispirazione il lavoro svolto durante il 2018 e a cui il presente **Quaderno di approfondimento** vuole dare ulteriore forma di divulgazione: l'investimento in economia reale italiana da parte degli investitori istituzionali. Per gli addetti ai lavori non risulta un argomento di novità assoluta, anzi, ma ciò conferma come vi sia la necessità di intraprendere un percorso quanto più condiviso e inclusivo possibile. Quanto appena detto vale a maggior ragione per gli investitori istituzionali italiani che ormai, vantando un **consistente patrimonio accumulato a livello di sistema**, possono ricoprire un ruolo di rilievo come investitori nell'economia nazionale del Paese. Nel contempo, il costante *trend* di crescita dei loro patrimoni e di conseguenza l'ingente quota di risorse da investire, pone il tema della ricerca di adeguati rendimenti. Gli ultimi anni sono stati infatti caratterizzati dalla **necessità di realizzare performance in un contesto di mercato complesso**: il *Quantitative Easing* e i bassi tassi di interesse sul mercato obbligazionario hanno di fatto costretto a rivolgere l'attenzione verso soluzioni di investimento alternative. Se alla ricerca di rendimento aggiuntivo si affianca il sostegno all'economia reale del Paese, il beneficio per il sistema risulta amplificato.

Il Tavolo di lavoro sull'economia reale italiana si è articolato in **tre incontri di confronto e studio**, ai quali è stato invitato a partecipare un *panel* selezionato di esperti e operatori del settore. Lo spirito che ha animato l'iniziativa è stato quello di individuare, tramite una pluralità di voci ed esperienze, nuove prospettive per il futuro in tema di *governance* investimenti, e non quello di mera validazione di una conoscenza consolidata. **La tradizionale convegnoistica è stata dunque sostituita con un approccio volto alla circolazione delle idee**, che ha determinato la buona riuscita degli incontri. Questa esperienza non vedrà esaurita la sua funzione negli incontri già svolti, ma vuole

rappresentare l'inizio di un **percorso che porti a forme di *capacity building* per gli investitori istituzionali domestici**.

Cuore dell'iniziativa sono stati i **case study di otto investitori istituzionali** che hanno già intrapreso decisioni di investimento nell'economia reale. La discussione è partita da esperienze concrete, descrivendo **obiettivi perseguiti, difficoltà incontrate** ma soprattutto le **soluzioni innovative individuate** che hanno consentito di effettuare gli investimenti. Le sessioni di lavoro hanno visto, inoltre, la partecipazione di **fabbriche prodotto** con lo scopo di mostrare alcuni strumenti utili, talvolta ancora poco diffusi, per fornire soluzioni aggiuntive (ad esempio PIR istituzionali, SPAC, *Basket Bond* solo per citarne alcuni). La presenza di attori istituzionali come **Banca d'Italia, CDP e MEF** oltre alle **associazioni di categoria**, ha completato organicamente il quadro. Si è così creata una **community consapevole** dell'importanza e della complessità del lavoro da compiere.

Il Tavolo di lavoro ha inoltre cercato di **quantificare e analizzare l'evoluzione degli asset totali investiti in economia reale italiana**, per valutare l'effettiva crescita del fenomeno e le ripercussioni prodotte.

## 1.2 I protagonisti

L'ultimo decennio ha visto un **costante incremento dei patrimoni degli investitori istituzionali italiani**. Facendo riferimento in particolar modo a Fondi Pensione, Casse di Previdenza e Fondazioni di origine bancaria, risulta un incremento a livello di sistema di circa il **61% tra il 2007 e il 2017**. In dettaglio, i **Fondi Pensione Negoziali** sono cresciuti del **326%** circa, i **Preesistenti** più del **63%** e le **Casse di Previdenza** hanno registrato un incremento superiore al **109%**; i **Fondazioni di origine bancaria** hanno visto un decremento di poco meno del **20%** dovuto principalmente alla svalutazione delle partecipazioni nelle rispettive Conferitarie, a fronte però di erogazioni di circa **14 miliardi di euro** nello stesso periodo. Nel complesso dunque il patrimonio aggregato si attesta a circa **230 miliardi di euro a fine 2017**, di cui **49,5** fanno riferimento ai Fondi Negoziali, **59** ai Preesistenti, **78,7** alle Casse e **46** alle Fondazioni. Al contempo è cresciuta la dimensione media del singolo investitore anche grazie a un processo di **razionalizzazione della numerosità** che ha riguardato principalmente i Fondi Pensione Preesistenti, passati dai 433 del 2007 ai 259 del 2017 mentre di 7 unità (da 42 a 35) è stata la riduzione che ha interessato i Fondi Pensione Negoziali a cui va aggiunta la fusione di tre fondi avvenuta nel 2018 nel comparto cooperativo. Si evidenzia infine come nel corso degli anni il ricorso a forme di **investimento diretto** tramite l'acquisto di OICR tradizionali e FIA alternativi sia notevolmente cresciuta. Ciò testimonia da un lato la crescita sia dimensionale che professionale delle strutture interne e degli organi decisionali degli investitori, e dall'altro un impegno delle fabbriche prodotto nell'offrire soluzioni diversificate e sempre più aderenti alle esigenze degli investitori. Si può dunque affermare che anche in **Italia esiste un mercato degli investitori istituzionali domestici maturo e di rilievo**.

Con l'intenzione di avere una rappresentanza nel complesso più bilanciata e omogenea possibile e per consentire di rappresentare al meglio le *view* di ciascun investitore, il progetto ha visto la partecipazione di numerosi Fondi Pensione Negoziali, Fondi Pensione Preesistenti, Casse dei liberi professionisti e Fondazioni di origine bancaria. Nello specifico, per semplicità di trattazione e senza

voler rappresentare alcuna classificazione qualitativa o di merito, riportiamo le realtà vi hanno preso parte.

I **Fondi Pensione Negoziali** hanno visto la partecipazione di: **Byblos** (Fondo Pensione complementare per i lavoratori dipendenti delle aziende Grafiche, Editoriali, della Carta e del cartone, Cartotecniche e Trasformatrici), **Fondapi** (Fondo Nazionale Pensione complementare per i lavoratori delle piccole e medie imprese), **Fondenergia** (Fondo Pensione complementare per i lavoratori del settore dell'energia), **Laborfonds** (Fondo Pensione complementare per i lavoratori dipendenti da datori di lavoro che operano nel territorio del Trentino-Alto Adige), **Pegaso** (Fondo Pensione complementare per i dipendenti delle imprese di servizi di pubblica utilità), per un ANDP di oltre **7,2 miliardi di euro** pari a quasi il **15% del totale**.

Per i **Fondi Pensione Preesistenti** hanno partecipato ai lavori: **Fondo Pensione BNL/BNP Paribas** (Fondo Pensione per il personale dei gruppi societari BNL/BNP Paribas), **Fondo Pensione B.R.E. Banca** (Fondo Pensione per i dipendenti delle Società del Gruppo UBI), **Fondo Pensione Cariplo** (Fondo Pensione per il personale Cariplo), **Fondo Pensione Intesa SanPaolo** (Fondo Pensione del Gruppo Intesa SanPaolo), **Fondo Mario Negri** (Fondo di previdenza per i dirigenti di aziende commerciali e di spedizione e trasporto), **Previndai** (Fondo Pensione dei dirigenti industriali), **Fondo Pensione Unicredit** (Fondo Pensione per il personale delle aziende del gruppo Unicredit) per un ANDP di circa **25,5 miliardi di euro** pari a oltre il **50% del totale**<sup>1</sup>.

Queste le **Casse di Previdenza dei liberi Professionisti** presenti: **CIPAG** (Cassa Italiana di Previdenza e Assistenza dei Geometri), **CNPAF** (Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense), **ENASARCO** (Ente Nazionale di Assistenza per gli Agenti e Rappresentanti di Commercio), **ENPAFL** (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza per i Consulenti del Lavoro), **ENPAM** (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza dei medici e degli Odontoiatri), **ENPAP** (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza Psicologi), **EPPI** (Ente di Previdenza dei Periti Industriali e dei Periti industriali laureati), **INARCASSA** (Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza per gli Ingegneri e Architetti Liberi Professionisti), con un totale attivo di circa **55,5 miliardi di euro** che corrisponde a oltre il **70% del totale**.

**Fondazione CARIPARMA, CR CUNEO e CR TORINO**, le **Fondazioni di origine bancaria** presenti.

Agli incontri hanno inoltre partecipato i protagonisti del sistema quali: **Adepp, Aipb, Ania, Assofondipensione, Assoprevidenza, Banca d'Italia, CDP, Febaf, Galante e Associati Studio Legale, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Prometeia Advisor Sim**.

Infine sono state presentate le soluzioni di investimento e gli strumenti innovativi dai sostenitori del Tavolo: **Arca Fondi SGR, Arpinge S.p.A., AXA Investment Managers, Quaestio Capital SGR S.p.A., Space Holding S.r.l.**

---

<sup>1</sup> Per i Fondi Pensione Preesistenti il totale ANDP considerato corrisponde alla somma dell'ANDP dei 43 maggiori FPP.

## 2. Investimenti in economia reale e *funding gap*

Niccolò De Rossi, *Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali*

Alessandra Franzosi, *Head of Pension Fund&Asset Owners Borsa Italiana – LSEG*

La transizione verso un'economia maggiormente finanziata dai capitali istituzionali è un fenomeno globale. L'aggregato degli *asset* totali degli investitori istituzionali (*asset manager*, fondi pensione e assicurazioni) ha ormai superato a livello europeo i **40 trilioni di euro** raggiungendo una dimensione simile a quella del sistema bancario<sup>2</sup>. Nell'ultimo decennio però la dinamica è stata completamente divergente. Mentre gli **asset del sistema bancario** si sono leggermente contratti rispetto ai livelli pre-crisi 2008, le risorse del **risparmio gestito** sono cresciute a tassi annui del 10%, quelle dei **fondi pensione** dell'8% e quelle delle **compagnie assicurative** del 5%. Questo nuovo scenario sta gradualmente modificando le modalità di funzionamento dei mercati dei capitali, a favore di un **ruolo crescente dei capitali istituzionali**.

In Italia tale cambiamento è reso più complesso dalla tradizione banco-centrica del nostro sistema finanziario, dal ruolo del debito bancario come fonte di finanziamento dell'economia reale e da *asset allocation* più tradizionali da parte degli investitori istituzionali domestici con un'esposizione al rischio Paese tipicamente attraverso la sottoscrizione del debito pubblico. È però un cambiamento ineludibile, che chiede una naturale fase di transizione durante la quale si devono adattare i comportamenti di tutti i partecipanti al mercato. **La mancata chiusura del cerchio lascerà sul piatto rendimenti potenziali non sfruttati dagli investitori e opportunità di crescita mancate per le imprese e il sistema delle infrastrutture del nostro Paese.**

Il presente Capitolo è dunque dedicato a fornire le possibili definizioni di “investimenti in economia reale italiana”, una quantificazione di ciò che già oggi è stato fatto da Fondi Pensioni e Casse di Previdenza e infine una iniziale stima del *funding gap* nel nostro Paese.

### 2.1 Le possibili definizioni di “investimento in economia reale”

A fronte del crescente interesse dimostrato dagli investitori istituzionali, non è stata ancora condivisa una **definizione univoca e generale** in cui poter identificare gli “**investimenti a sostegno dell'economia reale**”. Non è semplice di conseguenza riuscire a quantificare, in modo aggregato, l'effettiva esposizione di investimento. Uno degli obiettivi del progetto è stato proprio quello di individuare, attraverso il confronto tra i vari *stakeholders*, le possibili caratteristiche che Fondi Pensione e Casse di Previdenza attribuiscono alla connotazione di “investimento in economia reale”. Premesso che definire il concetto di “investimenti in economia reale italiana” è complesso soprattutto per l'estrema varietà tanto dei possibili sottostanti quanto delle modalità di realizzazione degli investimenti stessi, gli investitori si sono confrontati partendo da una **prima proposta di definizione**. Ai fini del Tavolo di lavoro e in particolare per la redazione dei *case study* che saranno presentati nel Capitolo 5, la proposta si è basata sulle seguenti indicazioni per individuare gli “investimenti in economia reale italiana”:

---

<sup>2</sup> Fonte: elaborazione su dati ECB (Statistical Data Warehouse), EFAMA e EBF

- La definizione attiene all’oggetto di investimento e non alle modalità, diretta o attraverso mandato di gestione o OICR, attraverso le quali lo stesso è implementato.
- Gli investimenti in strumenti finanziari emessi da aziende italiane:
  - siano essi debito, azioni o ibridi;
  - siano essi privati, negoziati su mercati regolamentati o MTF (quali l’AIM Italia o *ExtraMOTPro*);
  - siano essi detenuti direttamente, attraverso un mandato di gestione o attraverso la detenzione di parti di OICR.
- Si includono gli investimenti in infrastrutture collocate sul territorio dello Stato Italiano (in toto o prevalentemente), siano esse di nuova realizzazione che riqualificazioni, soprattutto in ambito energetico.
- Si includono gli investimenti in immobili o società immobiliari siti/e sul territorio nazionale esclusi gli immobili strumentali.
- Qualora l’investimento sia effettuato attraverso un mandato di gestione o attraverso la detenzione di parti di OICR, affinché lo stesso sia considerato avente ad oggetto un “investimento in economia reale italiana”, è rilevante che nel portafoglio di gestione o nel patrimonio dell’OICR vi sia prevalenza di investimenti riconducibili alla categoria; è quindi ammessa la compresenza di altre *asset class* – ad esempio liquidità o derivati – per ragioni di gestibilità/rispetto delle *guide lines* della politica di investimento del mandato di gestione/OICR/efficientamento dei portafogli.
- Qualora l’investimento sia effettuato attraverso un mandato di gestione o attraverso la detenzione di parti di OICR avente ad oggetto l’investimento in economia reale Europa o Globale, dove l’“investimento in economia reale italiana” rappresenti solo una quota minima/residuale del portafoglio di gestione/dell’OICR, tale investimento non può essere oggetto dei “*case study*” proposti. La quota che afferisce a investimenti riconducibili all’economia reale italiana, nei termini sopra esplicitati, può essere inclusa nei dati aggregati forniti, qualora si intenda darne *disclosure*.
- Si escludono gli investimenti in titoli governativi emessi dallo Stato Italiano Centrale (BTP, BOT, CCT).

Proprio i **titoli di Stato italiani** sono stati uno degli elementi più dibattuti. Gli investitori di lungo periodo e in particolare quelli previdenziali, sia di primo pilastro che integrativi, presentano una consistente esposizione verso il debito emesso dallo Stato Italiano, considerato come *asset* strategico *risk free*. Fondi pensione e casse di previdenza infatti, avendo come **obiettivo il pagamento delle prestazioni pensionistiche**, sono caratterizzati, anche da previsione normativa, dall’esigenza di **contenimento della rischiosità dei propri portafogli**. L’ingente quota di titoli di Stato trova dunque ampio spazio all’interno delle rispettive *asset allocation* e, in particolare i Fondi Pensione, ritengono sia congruo farli rientrare all’interno del perimetro di finanziamento dell’economia reale nazionale almeno in quanto portatori dello stesso rischio Paese.

Ampia condivisione ha trovato l’idea che la definizione debba riguardare la **natura dei sottostanti**, a prescindere dalle “**modalità**” **tecniche** con cui viene realizzato l’investimento (es.

gestione diretta o indiretta) e che tale definizione non si debba confinare alla categoria dei cosiddetti “**investimenti alternativi**”. Va però riconosciuto che il vero cambio di paradigma si ha con l’utilizzo di *asset class* e strumenti alternativi.

In particolare, per i **Fondi Pensione Negoziati** ricorre il tema del TFR, che rappresenta la maggiore quota di contribuzione proveniente dai versamenti degli aderenti. Poiché il **TFR è la primaria forma di autofinanziamento** (circolante interno) a disposizione soprattutto delle PMI che talvolta faticano nella raccolta di risorse tramite il canale bancario, sembra naturale che parte di questo TFR torni alle aziende sotto forma di investimenti. Questi investitori, come detto particolarmente esposti per tradizione verso il debito pubblico domestico, rivendicano una connotazione di investimento in economia reale più ampia, **affiancando al finanziamento di PMI e infrastrutture anche la detenzione di titoli governativi domestici**.

Per le **Casse di Previdenza dei liberi professionisti** la definizione di “investimento in economia reale” muove da un punto di vista diverso. Se i Fondi Pensione appartengono al secondo pilastro del sistema previdenziale italiano e dunque erogano prestazioni integrative rispetto alla pensione pubblica, le Casse pagano le prestazioni previdenziali di primo pilastro per le rispettive professioni; hanno inoltre vincoli normativi diversi rispetto ai Fondi Pensione, basti pensare alla sostenibilità finanziaria su un arco temporale di 50 anni. Di conseguenza, pur concordi con l’assunto che una generica definizione di investimento in economia reale debba attenersi all’oggetto e non alle modalità, **strumenti “troppo” illiquidi** potrebbero ad esempio generare difficoltà nella valutazione della rischiosità complessiva del patrimonio e dunque dell’equilibrio finanziario. Premesso questo, proprio perché le Casse si rivolgono specificatamente alle rispettive professioni, più volte è stato rimarcato che la definizione di economia reale debba riguardare anche **l’impatto che gli investimenti hanno sulle professioni**. Una visione dunque *mission related*, che vede nelle ripercussioni dirette sui professionisti una connotazione fondamentale per investire in economia reale, per offrire ricadute positive agli iscritti e sostenere direttamente la loro crescita professionale. Tale visione assume invece un connotato di prossimità geografica per i **Fondi Pensione territoriali** e per le **Fondazioni di origine bancaria**.

## 2.2 Il posizionamento degli investitori istituzionali domestici

Negli ultimi anni l’esposizione di Fondi Pensione, Casse di Previdenza e Fondazioni di origine bancaria verso gli investimenti in economia reale è **progressivamente aumentata**, anche se il margine di crescita è ancora ampio. Come si è evidenziato in precedenza e come si vedrà nel seguito del *Quaderno*, gli obiettivi che muovono l’interesse degli investitori istituzionali verso il finanziamento di PMI, infrastrutture, e in generale verso l’economia nazionale possono essere diversi. Inoltre, in assenza di una definizione univoca e condivisa che includa ciò che può essere considerato o meno investimento in economia reale, non è semplice riuscire a dare una quantificazione puntuale sul grado di esposizione degli investitori istituzionali. Sulla base della definizione data in apertura di capitolo, si riportano alcune stime sul peso che gli investimenti in economia reale ricoprono sul patrimonio degli investitori istituzionali italiani, risultanti dall’analisi dei dati di bilancio per l’anno 2017.

I **Fondi Pensione Negoziati**, pur evidenziando nel complesso un incremento della quota di investimenti a sostegno dell'economia reale del Paese, per il 2017 si attestano al **3,5%** del patrimonio complessivo corrispondente a circa **1,7 miliardi di euro** (era il 2,5% nel 2016). In linea con le disposizioni dettate dal *d.lgs. 252/2005* e dal *D.M. 166/2014*, la gestione dei Fondi Pensione Negoziati è quasi totalmente esternalizzata a gestori patrimoniali professionali come banche, SIM, SGR e Compagnie di Assicurazione. Tuttavia, in questi ultimi anni, un numero sempre maggiore di Fondi ha implementato la **gestione diretta** di una parte del proprio patrimonio, sfruttando la possibilità prevista dall'articolo 6, comma 1, lettere d) ed e) del decreto sopra citato, sottoscrivendo o acquistando direttamente quote o azioni di società immobiliari, ovvero quote di fondi comuni di investimento mobiliare o immobiliare chiusi. Nel complesso gli investimenti diretti dei Fondi Pensione Negoziati ammontano a circa **117 milioni di euro per il 2017**. Oltre ai casi esaminati in dettaglio durante il Tavolo di lavoro a cui è dedicato il **Capitolo 5** (Laborfonds e Byblos), Alifond, Eurofer, Solidarietà Veneto, Priamo e Prevaer hanno da qualche tempo intrapreso il percorso di investimento nell'economia reale domestica tramite fondi di *private equity*, *private debt*, *direct lending* o fondi infrastrutturali.

La quota di patrimonio investita in economia reale da parte dei **Fondi Pensione Preesistenti** risulta in linea con quanto visto per i fondi contrattuali e per il **2017 si è attestata al 3,2%** circa del patrimonio, per un controvalore che si aggira intorno a **1 miliardo di euro**. È ancora una quota modesta ma in leggero aumento rispetto al 2,3% del 2016.

Per le **Casse di Previdenza dei liberi professionisti** la quota di patrimonio gestita direttamente risulta essere di gran lunga superiore a quella dei Fondi Pensione attestandosi a **circa il 78%** dell'attivo patrimoniale, più di **61 miliardi di euro al 2017**. Gli OICR rappresentano lo strumento privilegiato in termini di investimento da parte delle Casse privatizzate, seguiti in misura quasi paritetica dai FIA; sommati raggiungono quasi il **50% dell'investimento diretto**. A fronte di una consistente componente di investimenti effettuati direttamente, cresce anche il sostegno all'economia reale del Paese: il totale investito ammonta a poco meno di **9 miliardi di euro, il 14,6%** circa degli investimenti diretti delle Casse di previdenza. Gli interventi a favore dell'economia nazionale hanno prevalentemente a oggetto investimenti in **FIA immobiliari e azioni di società italiane**. La quota di debito *corporate*, seppure in crescita, rimane contenuta.

Per quanto riguarda le **Fondazioni di origine bancaria**, esse ricoprono un ruolo fondamentale come investitore istituzionale nelle politiche di “*welfare territoriale*” convogliando una consistente quota del patrimonio a favore dello sviluppo dei propri territori di riferimento e in generale all'economia reale del Paese. **Per il 2017**, le 23 maggiori Fondazioni di origine bancaria hanno destinato all'economia reale più di **17 miliardi di euro**, corrispondenti a **circa il 49,5%** del totale degli attivi. La voce che raggruppa la quota maggiore di investimento è riferita alle conferitarie e pesa per più di **10 miliardi di euro** oltre agli investimenti in **CDP e Fondazione con il Sud**.

Per Casse di Previdenza e Fondazioni di origine bancaria, la tradizionale propensione all'investimento diretto ha reso più facile avvicinare le *asset class* dedicate all'economia del Paese. Al contrario la previdenza complementare – in particolar modo quella contrattuale – è prettamente orientata verso forme di investimento tramite mandati affidati a gestori professionisti. Ciò può aver inciso negativamente sugli **investimenti domestici** che richiedono di introdurre un maggiore *home bias*, in quanto i mandati di gestione, nell'ottica della diversificazione, hanno come obiettivi indici

“globali” dove la **quota dell’Italia risulta minoritaria**. La crescita delle strutture interne, anche al fine di poter virtuosamente approssicare l’investimento in forma diretta, sta progressivamente favorendo l’inserimento di strumenti alternativi all’interno delle rispettive strategie di investimento.

Gli investitori istituzionali domestici rappresentano ormai un mercato consistente, con patrimoni che mantengono un *trend* di crescita consolidato da molti anni. Se la loro maturazione nella **gestione delle tradizionali asset class** può definirsi ormai completata, è sul **finanziamento dell’economia reale attraverso strumenti alternativi**, meno liquidi e di conseguenza più complessi, che si dovranno misurare nel prossimo futuro. Sostegno del tessuto imprenditoriale delle PMI virtuose, investimenti a impatto sociale e a favore delle infrastrutture del Paese portano **innovazione e sviluppo a beneficio del sistema**, offrendo inoltre diversificazione e rendimenti aggiuntivi utili per la gestione e l’incremento del crescente patrimonio previdenziale.

Fig. 2.1 - Gli investimenti in economia reale degli investitori istituzionali

<b>Gli investimenti in economia reale degli investitori istituzionali 2017</b>		
<b>Investitori istituzionali</b>	<b>Patrimonio (1)</b>	<b>DI CUI Investimenti in Economia reale (*) in %</b>
<b>Casse Privatizzate</b>	<b>78,74</b>	<b>14,60%</b>
<b>Fondazioni Bancarie</b>	<b>46,1</b>	<b>49,50%</b>
<b>Fondi pensione preesistenti autonomi</b>	<b>57,38</b>	<b>3,20%</b>
<b>Fondi pensione negoziali</b>	<b>49,46</b>	<b>3,46%</b>

(1) dati in miliardi di €. **NOTA:** Per le Casse Privatizzate e per le Fondazioni bancarie, le % riportate escludono i mandati di gestione; per i FPN e i FPP è calcolato l'intero ANDP

(\*)Per investimenti in economia reale nazionale si intendono: le azioni italiane, le obbligazioni corporate, la stima dei titoli italiani negli OICR, i FIA per la componente investita in Italia. Sono esclusi i titoli di Stato, gli immobili a reddito e quelli strumentali.

Fonte: V Report Investitori Istituzionali Itinerari Previdenziali

### 2.3 Universo investibile e *funding gap*

Il Tavolo ha infine condiviso alcuni ordini di grandezza sul **fabbisogno di capitali in Italia**. Si tratta ovviamente di stime con un ampio margine di approssimazione, ma che aiutano a definire una sorta di compatibilità tra domanda e offerta di risorse. Le maggiori informazioni si hanno relativamente al mondo delle PMI; più difficile risulta tracciare un quadro attendibile circa i bisogni di finanziamento di infrastrutture e *real estate*.

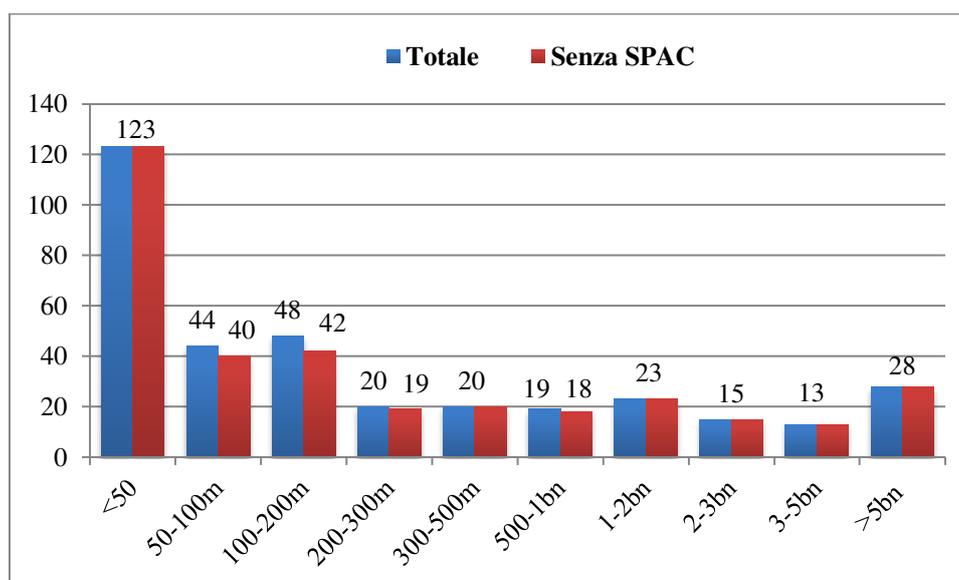
Per quanto riguarda il **mondo delle imprese**, un recente studio di *Prometeia Advisor SIM* stima la *funding gap* delle imprese italiane per il triennio 2017-2019 pari a circa **240 miliardi di euro** complessivi, avendo già ipotizzato un autofinanziamento attraverso il reinvestimento del 90% degli utili. Di questi, **64 miliardi** proverrebbero dalle imprese con fatturato compreso tra i **50-500 milioni di euro**; si raggiungerebbero i **104 miliardi di euro** includendo le imprese con fatturato da **10 milioni di euro**<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Fonte: Prometeia “PIR: La finanza alternativa alla ricerca delle PMI”, maggio 2018

**La domanda annuale di finanziamento** delle PMI italiane (10-500 milioni di fatturato) si attesterebbe dunque intorno ai **35 miliardi di euro**. Nell'ipotesi che il 30% trovi a regime soddisfacimento da denari provenienti dal mercato dei capitali (e il restante 70% dal sistema bancario) e ipotizzando ancora di far ricorso per il 30% a investitori istituzionali domestici, si tratta di circa **3 miliardi di euro l'anno**, per arrivare a regime a circa 15 miliardi in cinque anni di *stock* investiti in tutta l'*asset class* PMI italiane. Tali risorse possono essere reperite dalle aziende attraverso capitale di rischio o di debito, attraverso il mercato pubblico o privato.

Nel dettaglio del mercato azionario italiano, le *mid & small caps* costituiscono una parte consistente dell'attuale listino e sono soprattutto gran parte del **potenziale quotabile**. In Italia le società domestiche quotate sono **240 sul mercato principale** e **113 sul mercato AIM Italia**, il mercato dedicato alla quotazione delle micro *caps*. Di tutte le società quotate, il **78%** ha una **capitalizzazione inferiore al miliardo di euro**; il **61%** è rappresentato da società con **capitalizzazione inferiore ai 200 milioni di euro** e il **47%** del listino ha una **capitalizzazione inferiore ai 100 milioni**. Nell'ultimo biennio, le **IPO sono state 61, di cui 51 su AIM Italia**<sup>4</sup>.

**Fig. 2.2 - Distribuzione per capitalizzazione delle società italiane quotate su MTA e AIM Italia (range di capitalizzazione in milioni/miliardi di euro)**



Fonte: Borsa Italiana (Dicembre 2018)

Le stime circa il potenziale di quotazione individuano in **un migliaio di società italiane** il bacino delle cosiddette **“quotabili” piccole e medie**, ovvero con capitalizzazione potenziale inferiore al miliardo di euro. Il fabbisogno complessivo di finanziamento proveniente da queste società si attesterebbe intorno ai **50 miliardi di euro**. Uno scenario conservativo che vede un numero di quotazioni simile a quanto avvenuto negli ultimi anni, ovvero in buona parte quotazioni su AIM Italia, giunge a un fabbisogno complessivo per il prossimo quinquennio pari a circa **7 miliardi di euro**.

<sup>4</sup> Fonte: Borsa Italiana, dati a fine Dicembre 2018

Sul fronte del debito *corporate*, **il controvalore raccolto dal 2013 a metà 2018 dai *mini-bond* emessi da PMI in Italia è stato pari a 3,6 miliardi di euro**, in costante crescita. Nel 2017 ha raggiunto quasi 900 milioni di euro. Le emissioni, sono state 335 dal 2013 ad oggi e 79 solamente nel corso del 2017<sup>5</sup>. Buona parte di tali emissioni hanno trovato quotazione nel mercato **ExtraMOTPro**, mercato non regolamentato dedicato agli investitori professionali, che dal momento del suo lancio nel 2013 ha visto **331 strumenti quotati** per una raccolta complessiva di **17 miliardi di euro**. Dei 331 strumenti quotati, i **242 *mini-bond*** incubano un controvalore di circa **1,5 miliardi di euro** mentre le cambiali finanziarie quotate sono 26 per un valore aggregato di circa 280 milioni di euro. Si tratta dunque di un mercato che esprime oggi un bisogno complessivo annuale di finanziamento di circa **1 miliardo di euro**<sup>6</sup>.

Infine, per quanto concerne il *private equity*, al 31 dicembre 2017 le società nel portafoglio complessivo degli operatori monitorati nel mercato italiano risultavano pari a **1.292**, per un controvalore al costo storico d'acquisto di circa **25 miliardi di euro**. Nel corso del 2017 le risorse complessivamente raccolte sono risultate pari a 7,4 miliardi di euro, di cui circa un miliardo ascrivibile a soggetti privati per il 72% domestici<sup>7</sup>. La raccolta annua quindi di soggetti privati domestici è stimabile in circa 700 milioni di euro.

Per quanto attiene le **infrastrutture italiane**, uno studio condotto da *Mckinsey* riporta i dati relativi agli investimenti in infrastrutture a livello globale. Nel 2015 la spesa in infrastrutture escludendo il *real estate* è stata di **4,7 trilioni di dollari americani**, il **7% del PIL mondiale**. La definizione di infrastrutture *core* comprende le cosiddette infrastrutture economiche con 2,5 trilioni di dollari di spesa (*transport, power, water, telecom*) a cui si aggiungono in un'accezione più ampia 2,1 trilioni di dollari di spesa, includendo *Social Infrastructure, Oil & Gas* e *Mining*. Guardando al dettaglio per Paese, l'Italia ha sostenuto nel **periodo 2010-2015** una spesa in infrastrutture economiche pari a **299 miliardi di dollari**, circa 50 miliardi di dollari l'anno (**2,3% del PIL nazionale**). Non si hanno invece dati relativi alla definizione più ampia.

Per i prossimi due decenni (2017-2035) si quantifica a livello mondiale **un investimento annuo** in infrastrutture economiche di **3,7 trilioni, ovvero 70 trilioni totali di dollari**. *Mckinsey* stima, per finanziare tali bisogni, un gap di capitali di 5,5 trilioni di dollari. In Italia tale *gap* sarebbe nell'ordine dei circa **5/6 miliardi di dollari** (0,2% del PIL), ovvero circa **300 milioni l'anno**. Si potrebbe arrivare a 500 milioni di dollari l'anno includendo anche le infrastrutture cosiddette sociali.

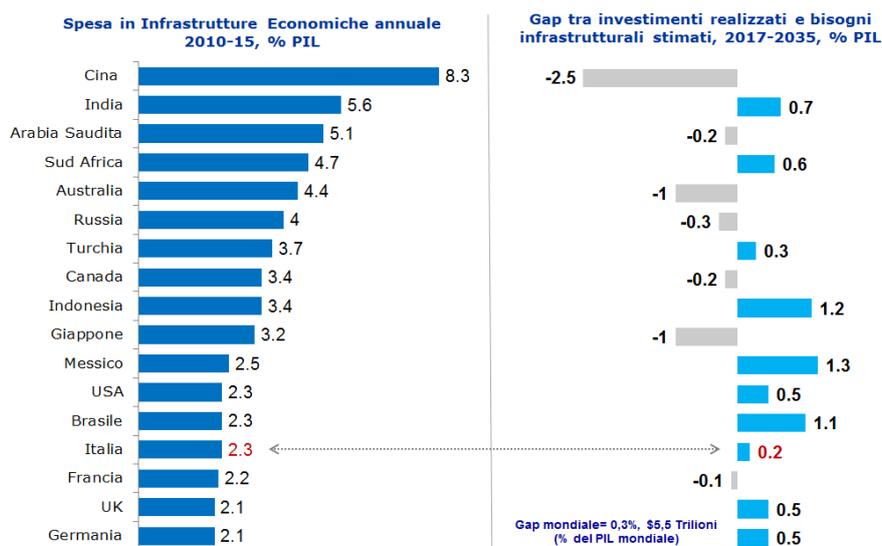
---

<sup>5</sup> Fonte: Politecnico, Osservatori *Entrepreneurship & Finance*. Quaderno di Ricerca: La Finanza Alternativa per le PMI in Italia. Novembre 2018

<sup>6</sup> Fonte: Borsa Italiana, Dicembre 2018

<sup>7</sup> Fonte: AIFI, Il mercato italiano del *private equity, venture capital* e *private debt*, Report 2017

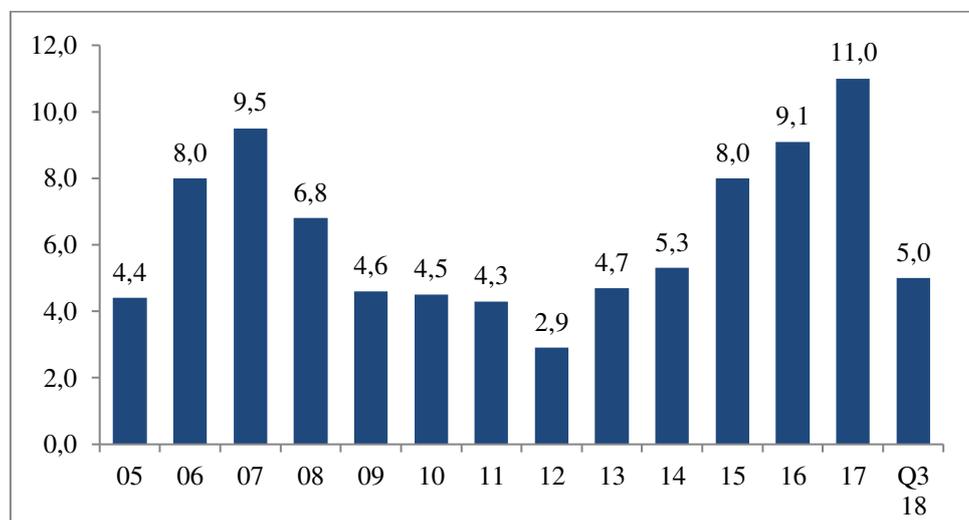
**Fig. 2.3 – Spesa in infrastrutture e gap tra realizzato e bisogno stimato**



Fonte: McKinsey Institute paper, Ottobre 2017

Infine, **l'industria immobiliare finanziarizzata italiana** è rappresentata da un patrimonio di circa **69 miliardi di euro**. Oltre l'85% detenuto attraverso fondi immobiliari di tipo riservato<sup>8</sup>. Nei primi nove mesi del 2018 il volume degli investimenti immobiliari è stato di circa 5 miliardi di euro. Nel **2017** si era arrivati a un dato record di **11 miliardi di euro**. A partire dal 2013, l'ammontare medio annuo di capitali investiti si attesta intorno ai 7 miliardi di euro.

**Fig. 2.4 - Volume degli investimenti immobiliari corporate in Italia (miliardi di euro)**



Fonte: Assoimmobiliare, Overview di mercato Q3 2018

Rilevante il ruolo degli investitori stranieri nell'alimentazione del mercato italiano. Dal 2013 i capitali reperiti sono stati in media per il 68% di provenienza estera. Gli investitori domestici hanno dunque assorbito circa 2,3 miliardi di euro all'anno<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Fonte: Scenari Immobiliari "I fondi immobiliari in Italia e all'Estero", Aggiornamento Rapporto 2018

<sup>9</sup> Fonte: Assoimmobiliare, Overview di Mercato Q3 2018.

### 3. Le voci terze

Come già in parte anticipato nel Capitolo 1 – a cui si rimanda per avere il dettaglio completo – le sessioni di lavoro sono state arricchite dalla partecipazione delle Associazioni di categoria e di altri *stakeholders*. Il presente Capitolo vuole dare spazio proprio a loro, quelle che abbiamo chiamato le voci “terze”, per differenziarle sia dagli investitori oggetto di studio, sia dagli *asset manager*, evidenziando così la pluralità di soggetti che fanno parte del sistema.

#### 3.1 Le Casse e gli investimenti in economia reale

*Dott. Alberto Oliveti, Presidente AdEPP*

Le **Casse di previdenza privatizzate**, diversamente dagli altri investitori istituzionali, vivono di una **contribuzione obbligatoria** sui redditi dei professionisti che compongono la loro platea. Pertanto gli amministratori eletti devono fare investimenti in una logica necessariamente oculata e lungimirante di tipo conservativo più che speculativo, estremamente attenta alla previsione del rischio assunto più che alla redditività attesa. Per garantire l’equilibrio delle gestioni vanno rispettati rigorosamente indicatori di sostenibilità e di adeguatezza. Di conseguenza le *asset allocation* devono seguire i criteri che permettono di rispettare il profilo e l’orizzonte temporale di tenuta prescritto dalle normative, e che viene correttamente vigilato da coloro che sono demandati a farlo.

Gli investimenti delle Casse si declinano nei tradizionali *asset*: obbligazionario, con al suo interno una prevalenza di titoli di stato; azionario, soprattutto in una quota legata ai fondi mobiliari più che un azionario diretto; monetario, alternativo e una componente immobiliare che tendenzialmente si sta riducendo come gestione diretta e come profilo totale, ma che vede la prevalenza della gestione tramite fondi immobiliari. In questi **tempi in cui le redditività si sono ridotte**, a meno di voler correre rischi impropri, le Casse si trovano di fronte all’esigenza di valutare l’assunzione di una quota di rischio molto contenuta per garantire però la redditività attesa. Vengono quindi esaminati con attenzione investimenti il cui obiettivo di redditività non implichi rischi inaccettabili per la situazione e lo *status* istituzionale delle Casse.

La stessa logica degli investimenti compositi (*multiasset*), e cioè conferire a un unico gestore vari tipi di investimenti nell’ambito di un unico portafoglio, deve essere sempre strettamente vincolata al profilo di rischio che diventa un elemento importante nelle politiche di investimento. Nella definizione della politica di gestione di una Cassa, viene infatti sempre più privilegiata un’**impostazione di asset liability management** (ALM) con investimenti *liability-driven*, per garantire il finanziamento puntuale delle prestazioni senza correre rischi inopportuni.

Premesso che la funzione prioritaria è quella di finanziare le prestazioni previdenziali e assistenziali, sempre di più nell’ambito delle Casse si sta sviluppando una tendenza a **investire nelle aree professionali caratteristiche delle platee degli iscritti**. Questo sia per sviluppare il loro lavoro con un collegamento stretto tra logica di redditività e obiettivi di crescita delle opportunità professionali, sia per sostenere gli iscritti con un *welfare* non solo in termini di tranquillità ma anche di maggiori possibilità di competitività.

In tal modo le Casse, attraverso gli investimenti, perseguono obiettivi di tenuta dei sistemi lavorativi soprattutto in un periodo di grande evoluzione tecnologica e digitale. **Le platee dei liberi**

**professionisti sono ritenute al pari delle piccole e medie imprese motori di sviluppo e di crescita del sistema Paese, ed è in tal senso quindi che noi intendiamo declinare il nostro sostegno all'economia reale del Paese.** Riteniamo sia indispensabile dotarci di un sistema di regolazione degli investimenti cooperando con i ministeri, per poter condurre investimenti che siano a garanzia degli iscritti, della tenuta dei sistemi ma che possano anche permettere lo sviluppo professionale e la soddisfazione della nostra missione istituzionale. Valutiamo anche investimenti alternativi con un'attenzione estrema però ai profili di rischio, e in questo senso rimarchiamo che non abbonda l'offerta di proposte di investimento che contemperino obiettivi sostenibili e adeguatezza alla missione.

Al Governo chiediamo **coerenza e costanza delle regole**, perché la volatilità legislativa non permette di programmare le attività con una visione prospettica e strategica necessaria per garantire sicurezza soprattutto ai giovani. Subiamo **una doppia tassazione**, che non ha eguali negli altri sistemi previdenziali europei simili e che riduce la competitività dei nostri giovani in un mercato globalizzato, mentre sul piano nazionale è pari a quella degli enti speculativi. Invitiamo dunque lo Stato a procedere nella tendenza di **defiscalizzare alcuni tipi di investimento**, concordandone il perimetro in una maggiore stabilità delle regole.

Dal punto di vista di nuovi investimenti sul Paese, la necessità delle Casse è di poter fare impieghi con obiettivi a lungo termine, regolamentati da norme stabili e coerenti che non oscillino con la stessa rapidità del quadro politico. Noi siamo convinti, e i numeri lo confermano, di aver creato valore aggiunto e ricadute sull'economia e sul *welfare* del Paese. Siamo parte attiva nella crescita e nello sviluppo, così come ci viene riconosciuto anche dalla stessa Europa. Chiediamo di poter lavorare secondo le regole originarie per perseguire le finalità pubbliche che ci spettano, in autonomia di mezzi, debitamente controllati e vigilati nelle attività della nostra missione istituzionale e non sui singoli atti.

### **3.2 I Fondi Pensione Negoziali e i “nuovi” strumenti alternativi**

*Dott. Giovanni Maggi, Presidente Assofondipensione*

La partecipazione al Tavolo di lavoro sull'investimento in economia reale promosso da Itinerari Previdenziali e Borsa Italiana, con grande competenza e professionalità, ha fornito uno spaccato molto interessante su come i prossimi scenari influenzeranno le decisioni degli investitori istituzionali italiani, evidenziando che guardare ad *asset* alternativi più illiquidi e inserire nell'*asset allocation* strumenti decorrelati con i mercati tradizionali, può non solo portare rendimento aggiuntivo ma allo stesso tempo contribuire al rilancio dell'economia nazionale. Assofondipensione ha rilevato da tempo che i **Fondi Pensione hanno assunto un ruolo sempre più determinante come welfare di secondo livello** e, per questo, è importante incentivare il loro ruolo di investitori istituzionali, anche per orientare i processi economici e di mercato, con ritorni positivi sull'economia reale e il finanziamento delle piccole e medie imprese.

I più recenti dati pubblicati dalla COVIP evidenziano che i Fondi Pensione hanno finora concentrato i loro investimenti in classi liquide, privilegiando i titoli governativi e le grandi imprese quotate. Tuttavia gli investitori istituzionali sono ora chiamati a valutare una **revisione dell'asset allocation strategica** e a orientarsi verso **strumenti con un profilo di rischio e rendimento più**

**elevato**, anche alla luce delle condizioni di incertezza e di elevata volatilità dei mercati finanziari. Tra questi, **l'investimento in strumenti alternativi che consentano anche di veicolare risorse al sistema Paese** (*private equity*, fondi di debito, *private credit*, infrastrutture, *real estate* etc.) può rappresentare un'importante opportunità da cogliere. Gli investimenti a lungo termine infatti consentono di migliorare la capacità produttiva dell'economia in settori quali l'energia, le infrastrutture di trasporto e di comunicazione, nonché istruzione, ricerca e sviluppo. Peraltro, gli investimenti "alternativi" sono, a tutti gli effetti, un *asset class* a sé stante e diversificata rispetto alle attività "tradizionali", **coerente con l'orizzonte temporale di lungo periodo dei Fondi Pensione** e caratterizzata da una tendenziale stabilità e prevedibilità dei rendimenti prospettici sugli orizzonti medio lunghi. Lo dimostrano peraltro le recenti esperienze maturate da alcuni Fondi soci di Assofondipensione che con grande coraggio hanno avviato da qualche tempo questo percorso, contemplando anche *asset class* alternative nel loro portafoglio. Sette Fondi Pensione negoziali soci hanno investito o hanno intrapreso i primi passi per investire nell'economia reale. L'ammontare complessivo degli investimenti già effettuati, e che hanno privilegiato veicoli di investimento specializzati nel *private debt*, *private equity*, infrastrutture ed energie rinnovabili, ammonta a **122,5 milioni di euro**, che corrisponde allo **0,3% degli investimenti diretti e in gestione totali al 30/6/2018. Il *private debt* è l'*asset class* che ha ricevuto le maggiori attenzioni**, con un *commitment* totale di 164,7 milioni di euro (il 49,7% del *commitment* totale in economia reale), e risorse richiamate pari a 80,1 milioni di euro. Seconde, tra le preferenze, le infrastrutture, con un *commitment* di 75 milioni di euro (22,6%) e risorse richiamate per 6,7 milioni di euro. Tuttavia, seppure i segnali sono incoraggianti, non si può trascurare che **l'investimento in *asset* alternativi da parte degli investitori previdenziali italiani di matrice negoziale risulti ancora fortemente arretrato**, se confrontato con quanto avviene in mercati finanziariamente più evoluti. Naturalmente, le diverse opzioni di investimento adatte allo scopo che consentono di veicolare risorse al sistema Paese presentano rischi e opportunità che devono essere attentamente analizzati nell'ambito di un processo di allocazione strategica complessivo che coniughi la natura dell'investimento previdenziale, per sua finalità prudenziale rispetto all'investimento finanziario puro prettamente speculativo, con le necessità e le opportunità di diversificazione. L'investimento in strumenti alternativi richiede inoltre strutture più efficienti e competenze più adeguate a una gestione finanziaria sempre più complessa, che impone una crescente qualità organizzativa, maggiori sinergie e fondi di dimensioni più adeguate a sostenere il crescente carico di competenze richiesto dalla nuova normativa. Abbiamo rilevato che i Fondi Pensione soci negli ultimi anni hanno via via implementato le strutture e le competenze adeguate, anche ai sensi di quanto previsto dal DM n. 166/2014 e dalla regolamentazione COVIP, proprio con l'obiettivo di migliorare l'interlocuzione con l'offerta e tutelare al meglio gli interessi degli aderenti.

Per favorire il nuovo percorso occorre - come anche i lavori del Tavolo di Itinerari Previdenziali ci hanno dimostrato - creare le condizioni affinché i Fondi Pensione possano realizzare politiche di investimento di lungo periodo, più calibrate sulla finalità previdenziale, favorendo, nel contempo, lo sviluppo dell'economia reale nazionale. In questo senso occorre pertanto **mettere in relazione l'obiettivo previdenziale con l'interesse generale del Paese**, ridando slancio e valorizzazione competitiva all'industria e rafforzandone la capacità di stare sui mercati e di creare occupazione e sviluppo. Non possiamo trascurare le sfide che ci propongono gli obiettivi del Piano Nazionale Industria 4.0 e le importanti ricadute che si potrebbero determinare sul mondo del lavoro,

sull'occupazione e sulla qualità del lavoro. Per questo **il dibattito sugli investimenti per lo sviluppo deve entrare a far parte della normale riflessione dell'intero sistema.**

Il tema degli investimenti in economia reale è al centro della nostra attenzione anche come Associazione. L'attività di Assofondipensione è stata improntata a portare avanti con convinzione gli obiettivi prefissi dal Consiglio Direttivo nel "*Piano di attività 2016-2019*", concentrandosi principalmente sui temi della **crescita dimensionale dei Fondi Pensione**, in termini di iscritti e quindi di patrimoni gestiti, e della diversificazione delle loro scelte di portafoglio, anche al fine di contribuire al sostegno dell'economia reale del Paese. Il nostro percorso istituzionale ha tratto ulteriore vigore dagli indirizzi delle relazioni industriali e della contrattazione collettiva, contenuti nel recente "Patto per la fabbrica" siglato tra Confindustria e Cgil, Cisl e Uil lo scorso 9 marzo, che ha riaffermato con forza proprio il valore del *welfare* integrativo e la necessità di rafforzarlo nell'ambito del nostro sistema di *Welfare State*. A tal fine sono in corso di approfondimento in Assofondipensione i dettagli di un **Progetto tecnico sulle diverse opzioni di investimento per i Fondi Pensione Negoziali**, sulla tipologia degli strumenti utilizzabili e le modalità possibili di intervento per creare sinergie di tipo consortile tra i Fondi Negoziali soci. In considerazione della necessità di dare maggiore sviluppo al secondo pilastro, anche per i suoi ritorni positivi sul sistema Paese in generale, torna la necessità di un confronto urgente con le Istituzioni e il nuovo Governo per costruire un provvedimento organico e complessivo in tema di previdenza di secondo pilastro, con visione chiara degli obiettivi e degli strumenti a disposizione, partendo dallo stato dell'arte attuale.

Per incentivare il ricorso a questo tipo di investimenti, con tutte le condizioni favorevoli, è importante promuovere in tutte le sedi uno **sforzo del legislatore in favore del settore**, sia in termini fiscali, di tassazione, che di individuazione di ambiti di "destinazione" per promuovere in modo efficace gli investimenti degli enti previdenziali, fermo il rispetto delle attuali regole di diversificazione e controllo dei rischi. A fronte delle numerose necessità del nostro sistema spiace rilevare che, alla data in cui si scrive, a quanto consta, sul tema Fondi Pensione nella Manovra di Bilancio 2019 sia previsto ben poco se non la previsione del potenziamento degli strumenti di agevolazione degli investimenti in *venture capital*. Non sono state neppure riproposte, se non per le Casse di previdenza, misure di agevolazione fiscale per gli investimenti alternativi, come nella Legge di Bilancio 2017 e 2018, sebbene avessero dato il via ad una serie di iniziative, anche da parte di alcuni fondi soci, agli investimenti cd. alternativi. Auspichiamo una maggiore attenzione del regolatore politico sul tema specifico della previdenza complementare e della necessità di un suo potenziamento, anche in coerenza con l'estensione più significativa delle funzioni dei fondi pensione a coprire bisogni più ampi di *welfare*, attribuita con gli ultimi provvedimenti normativi ad un sistema giudicato dallo stesso legislatore in grado di fare il decisivo salto in avanti.

### **3.3 Fondi pensione complementari: per gli investimenti nell'"economia reale" occorre essere realisti**

*Dott. Sergio Corbello, Presidente Assoprevidenza*

Un'affermazione che si sente costantemente ripetere - lo possiamo ormai considerare un vero e proprio mantra - riguarda l'opportunità che i Fondi Pensione complementari e le Casse professionali aumentino l'impegno nel compiere **investimenti a sostegno dello sviluppo del Paese**. Nella comune

vulgata questi impieghi sono ormai convenzionalmente e, diciamo la verità, piuttosto grossolanamente, denominati “investimenti nell’economia reale”. Si assume che essi si pongano in **contrapposizione ad altra tipologia di collocamento patrimoniale, gli investimenti nell’economia finanziaria**, *in primis* i titoli di Stato, quasi che essi appartengano alla sfera di un’economia virtuale. L’auspicato impegno in favore di impieghi “in economia reale”, per lo più da realizzarsi tramite strumenti che prevedono un risultato reddituale nel lungo o lunghissimo termine, muove dall’assunto che detti enti pensionistici siano investitori istituzionali di lungo periodo, privi, come tali, di “ansia da prestazione” e capaci, quindi, di attendere, con serena pazienza, i tempi dilatati occorrenti prima di conseguire risultati reddituali.

Occorre premettere che la definizione “manualistica” di investitori di lungo periodo risulta in sé e per sé corretta, ove impiegata in via assai generica. In particolare per i Fondi Pensione complementari italiani essa necessiterebbe di non poche precisazioni di segno opposto, in ragione delle peculiari caratteristiche dell’ordinamento nazionale di settore. Va comunque detto subito che sembra una sostanziale faciloneria assimilare, *sic e simpliciter*, le Casse professionali di primo pilastro, a iscrizione obbligatoria, funzionalmente intrinseche all’economia del Paese con i professionisti loro iscritti, con le forme complementari di secondo pilastro, a partecipazione volontaria, preposte, in via principale, a integrare le pensioni di base erogate dall’INPS.

Concentrando in questa sede l’attenzione solamente sui Fondi Pensione, va riconosciuto che, in effetti, essi **non esprimono una sviluppata propensione all’impiego domestico in titoli azionari e obbligazionari corporate** (le rilevazioni statistiche al 31/12/2017 della COVIP, le quali prendono in considerazione anche la componente OICR, pesano questa tipologia di investimento complessivamente intorno al 3%), sebbene trovino ampio utilizzo i titoli di Stato italiani (che rappresentano più del 26% delle attività).

È allora corretta la spinta volta a far maggiormente investire le forme complementari nell’economia reale, anche tramite la concessione di qualche agevolazione tributaria circa gli inerenti redditi conseguiti (successiva, peraltro, a un precedente, generalizzato, assurdo, inasprimento della fiscalità)? Si può dire di sì, sebbene sul punto occorra cautela: **l’alta esposizione in titoli di Stato già concentra in capo ai Fondi è un forte impegno verso il Paese**. Va poi osservato che la valutazione delle diverse forme in cui si articolano gli investimenti in “economia reale” (*equity* e obbligazioni *corporate* a parte – inseriti in mandati gestori o in OICR – essi si configurano quali FIA), richiede **processi di analisi di qualche complessità, a cui le strutture dei fondi, invero piuttosto fragili, sono scarsamente preparate**. Vi è, tuttavia, una motivazione, di carattere sistemico, il principio di diversificazione dei rischi, che impone alle forme complementari un’estrema prudenza nella concentrazione domestica degli impieghi, siano essi titoli di Stato o azioni e obbligazioni *corporate* o investimenti alternativi. I Fondi realizzano una tutela pensionistica accessoria, che si giustappone a una previdenza di base, in cui i lavoratori sono totalmente esposti al rischio Italia. **Non dimentichiamo che il montante contributivo virtuale individuale, connaturato al metodo di calcolo della pensione, è annualmente rivalutato in ragione dell’andamento del PIL: la rivalutazione, cioè, risulta interamente soggetta al “dividendo Italia”**.

Quanto da ultimo evidenziato appare un elemento chiave, da cui non si può prescindere, ma vi sono altri profili da considerare, tutt’altro che secondari. Il più significativo riguarda la circostanza che **alcune tipologie di FIA**, orientati a investire nell’“economia reale”, oltre che illiquidi - ma questo

sarebbe il meno - **si configurano strutturalmente privi di redditività per un lungo periodo**, sebbene suscettibili di conseguire anche importanti risultati a fine corsa. Questa caratteristica mal si concilia con un sistema di previdenza complementare a contribuzione definita, fortemente individuale e privo di elementi mutualistici, utilizzabile troppo spesso come un *bancomat* dai partecipanti e sempre più proiettato a essere, oltre che un presidio pensionistico, anche un ammortizzatore sociale personale nell'ambito del rapporto di lavoro subordinato.

Tuttavia, “non tutto è perduto”. Sul punto, però, occorre realismo: la contrazione nell'utilizzo di titoli di Stato domestici da parte dei fondi pensione (processo già rilevato dalla COVID) amplia strutturalmente lo spazio per altri **impieghi territoriali**, senza dover inopportuno incrementare il peso dell'Italia. Vi sono poi **investimenti in infrastrutture sociali** (sto pensando al comparto delle RSA, all'ospedaliero, al para-ospedaliero o agli studentati) o **nel settore energetico o nell'immobiliare**, i quali sono in grado di offrire rendimenti immediati e costanti nel tempo. Ove poi entità come la Cassa Depositi e Prestiti “costruisce” titoli obbligazionari garantiti, a ragionevole redditività, volti a finanziare concreti progetti infrastrutturali, si aprirebbero ulteriori prospettive interessanti, del tutto compatibili con il ruolo, le caratteristiche e i doveri delle forme complementari.

### **3.4 Fondazioni di origine bancaria ed economia reale**

*Dott. Roberto Giordana, Vice Direttore Generale **Fondazione CR Cuneo***

Le Fondazioni di origine bancaria (FOB) sono soggetti *non profit*, privati e autonomi, nati all'inizio degli anni Novanta con la cosiddetta Legge Amato (n. 218/1990) che portò alla separazione delle due attività che le Casse di Risparmio svolgevano *ante* riforma: attività creditizia e filantropica.

La prima venne quindi attribuita alle Casse di Risparmio S.p.A., la seconda alle Fondazioni, dette “di origine bancaria” proprio per questa origine che le contraddistingue dalle altre Fondazioni. Fu con le sentenze del 2003 della Corte Costituzionale, la n. 300 e la n. 301, che venne acclarata la natura giuridica privata delle stesse, ponendo le *FOB* tra i soggetti dell'organizzazione delle libertà sociali. Nell'ambito di questa breve introduzione che inquadra chi sono le *FOB*, ritengo importante riportare l'intervento del Presidente della Repubblica Sergio Mattarella a Parma al *XXIV Congresso Nazionale delle FOB* quale prova dell'apprezzamento istituzionale:

*“Il contributo che date alla stabilità finanziaria - elemento prezioso per i risparmiatori italiani e, di conseguenza, per l'intero nostro Paese - anche nella vostra qualità di investitori di lungo termine, fa delle Fondazioni una delle ancore su cui l'Italia può contare per il suo futuro. (...) Le Fondazioni, corpi intermedi tra cittadini e istituzioni, con forte vocazione territoriale, attente al patrimonio di valori delle comunità locali, favoriscono il benessere delle comunità e contribuiscono allo sviluppo del Paese”.*

Le FOB, che attualmente sono 88, promuovono in particolare **lo sviluppo dei territori di riferimento, intervenendo comunque anche su iniziative che interessano l'intero Paese**. Poiché le FOB non possono fare erogazioni verso le imprese e il settore *profit*, i loro interventi avvengono verso soggetti del *non profit* e verso gli enti locali, quindi istituzioni pubbliche, per i quali le risorse filantropiche assegnate risultano a tutti gli effetti utili contributi per affrontare e risolvere problemi anche d'interesse pubblico. In alcuni casi gli interventi avvengono con l'impiego del patrimonio, con l'attenzione che deve porsi nella valutazione di un qualsiasi investimento.

## Da dove arrivano le risorse per gli interventi erogativi?

**Le erogazioni filantropiche sono possibili perché l'investimento del proprio patrimonio genera utili e sono questi ultimi ad essere distribuiti sui territori di riferimento.** È da sfatare l'idea che le FOB derivino la loro possibilità erogativa solamente dagli utili generati dagli investimenti in attività bancarie: la diversificazione alla quale devono tendere tutti gli investitori rappresenta ancora di più nel nostro caso il modo per contenere la concentrazione e la dipendenza da singoli investimenti. Raggiungendo un giusto equilibrio tra investimenti il più possibile diversificati si può ottenere un elevato grado di ottimizzazione, con il vantaggio che le FOB possono essere investitori pazienti perché hanno di fronte un orizzonte temporale di lungo periodo. Questo non significa che si possa sacrificare eccessivamente il rendimento infrannuale, rimandando al futuro la distribuzione di risultati seppur positivi; è infatti importante ricordare che **senza rendimento, non sono possibili erogazioni.**

È da considerare inoltre che le previsioni normative e statutarie prevedono accantonamenti al patrimonio in varie forme, in particolare un'aliquota del 20% dell'accantonamento alla Riserva Obbligatoria e una del 15% a quella facoltativa per la Riserva per l'integrità del patrimonio. La nostra Fondazione ha da sempre proceduto ad accantonare a patrimonio il massimo di quanto consentito come aliquota dal MEF.

Come è noto ogni investimento è contraddistinto dalla sua redditività e dalla sua rischiosità. Tralascerei la redditività per soffermarmi invece sulla rischiosità. Sappiamo che **il rischio è una componente della gestione finanziaria di un patrimonio** che non può essere evitato in alcun modo, ma solo contenuto. Anche gli investimenti di breve periodo implicano un rischio, seppur di diversa natura rispetto a quelli di lungo periodo, ma pur sempre presente. **La rinuncia ad accettare il rischio** insito in ogni strumento finanziario sul quale investire si contrappone alla **mancata soddisfazione di esigenze di rendimento**: di qui la necessità di temperare in modo equilibrato le due componenti. Ovviamente la mancanza di questo equilibrio si tradurrebbe per una FOB, che non ha flussi in entrata come altri primari investitori istituzionali, in minori erogazioni, e quindi nell'insoddisfazione delle attese del territorio a cui la stessa fa riferimento. Agli investimenti vengono attribuiti diversi gradi di rischio, che sono individuati e considerati in base alle proprie scelte strategiche, alla storia e alle aspettative che ci si pone, non solo con attenzione all'andamento dei mercati finanziari, ma anche verso il territorio al quale una FOB deve continuamente rispondere.

Nel caso specifico, la nostra Fondazione pone da tempo attenzione agli investimenti nell'economia reale del Paese; infatti, se analizziamo gli investimenti a medio-lungo termine che sono presenti nel patrimonio, trovano rilevante collocazione partecipazioni in titoli azionari quotati, sia quelli appartenenti al settore finanziario e bancario come la Conferitaria UBI Banca della quale è il principale azionista singolo con il 5,91%, sia quelli appartenenti a settori come Utilities, Energia e Infrastrutture.

Riteniamo che **l'investimento diretto in quote partecipative di realtà italiane**, grazie alla distribuzione di dividendi che portano redditività infrannuale, possa contribuire al raggiungimento dei nostri obiettivi erogativi che sono la ragion d'essere di ogni FOB. Nel portafoglio trovano una giusta collocazione anche partecipazioni non quotate, in particolare ricordiamo Cassa Depositi e Prestiti e CDP Reti, società cruciali per lo sviluppo del territorio e il rilancio del Paese. Come noto la

prima, oltre a concedere finanziamenti, sostiene gli Enti pubblici sia acquisendo e valorizzando immobili di loro proprietà, in vista di una successiva vendita, sia offrendo loro servizi di assistenza e consulenza attraverso studi, ricerca e analisi. La seconda è una controllata di Cassa Depositi e Prestiti per oltre il 59% e nella compagine sociale sono presenti anche oltre 30 FOB. Essa gestisce le partecipazioni in Snam, Italgas e Terna, monitorando l'adeguato sviluppo e mantenimento delle infrastrutture gestite.

Anche se la preferenza è verso una partecipazione diretta, sia per ragioni di minori costi sia per una maggiore possibilità di controllo, nel portafoglio non mancano altri strumenti finanziari, dove siamo investitori con altre FOB e altri istituzionali, come Fondi, ETF o prodotti di gestito, tra i quali ricordo quelli che investono in infrastrutture come i Fondi gestiti da F2i SGR della quale siamo *sponsor*, i Fondi immobiliari tra cui anche quelli gestiti da REAM SGR o il Fondo Abitare Sostenibile Piemonte *nell'housing sociale*.

Per fornire completezza a quanto sopra espresso, **il valore degli investimenti effettuati dalla Fondazione riconducibili all'economia reale**, senza estrapolare quelli all'interno dei portafogli dei Fondi gestiti da Fondaco SGR o altre case d'investimento, ammonta ad oltre **700 milioni di euro**, corrispondenti al **49,4% del patrimonio**. È importante evidenziare le collaborazioni che la nostra Fondazione ha con altri investitori, talora dettate dalla complessità e innovatività dei temi di investimento che si vogliono affrontare e che rendono opportuna e forse anche necessaria la combinazione di competenze di diversi soggetti. Detto lavoro di squadra assicura senza dubbio il raggiungimento di un'efficacia maggiore; in particolare, è importante ricordare come i soggetti partecipanti non sono concorrenti tra di loro, ma hanno interessi comuni da tutelare e quindi obiettivi identici. Con questo spirito sono nate iniziative comuni che hanno visto la partecipazione di più FOB o più investitori istituzionali. Riporterei dunque alcuni esempi di queste iniziative.

La prima riguarda la partecipazione in Equiter S.p.A.: iniziativa comune tra la nostra Fondazione, la Compagnia di San Paolo e la Fondazione CRT, oltre a un altro socio importante come Intesa Sanpaolo. Peculiarità di questa realtà è che essa è sia investitore, sia *advisor* nel settore delle infrastrutture a sostegno delle economie locali. Da evidenziare che il perimetro di intervento è comunque esteso a tutto il livello nazionale.

Fondaco SGR, società partecipata dalle principali FOB, rappresenta per alcune di queste un braccio operativo che sviluppa modelli utili per la costruzione e gestione di strumenti finanziari. L'attività, oltre ad essere quella di gestore di detti strumenti, è anche rivolta alla creazione di veicoli cogliendo le esigenze e le necessità degli investitori istituzionali, siano essi azionisti o meno della società, mirando a cogliere nel medio-lungo periodo gli obiettivi che gli stessi si pongono.

REAM SGR, società partecipata solamente da FOB che caratterizza la propria missione ponendosi come operatore orientato allo sviluppo del territorio attraverso l'istituzione e gestione di Fondi immobiliari. L'attenzione maggiore è posta alla gestione e valorizzazione degli immobili presenti sul territorio delle FOB, perseguendo obiettivi finanziari con attenzione agli scopi sociali delle stesse. Segnalo infine alcune iniziative innovative alle quali la nostra Fondazione partecipa.

Club Acceleratori rappresenta un progetto, al quale partecipano FOB, studiato per investire in *startup*. In questa iniziativa gli acceleratori vengono coinvolti direttamente e il punto di forza è rappresentato dall'allineamento di interessi con gli azionisti.

SocialFare Seed è un'altra iniziativa meritevole di citazione. È il primo centro, nato a Torino, per l'innovazione sociale in Italia. In questa iniziativa trovano spazio FOB, *family office* e *business angels*, soggetti che mirano ad accelerare *startup* a impatto sociale con lo sviluppo di soluzioni innovative che sono indispensabili per le sfide sociali. La nostra Fondazione partecipa a questa iniziativa con la Compagnia di San Paolo.

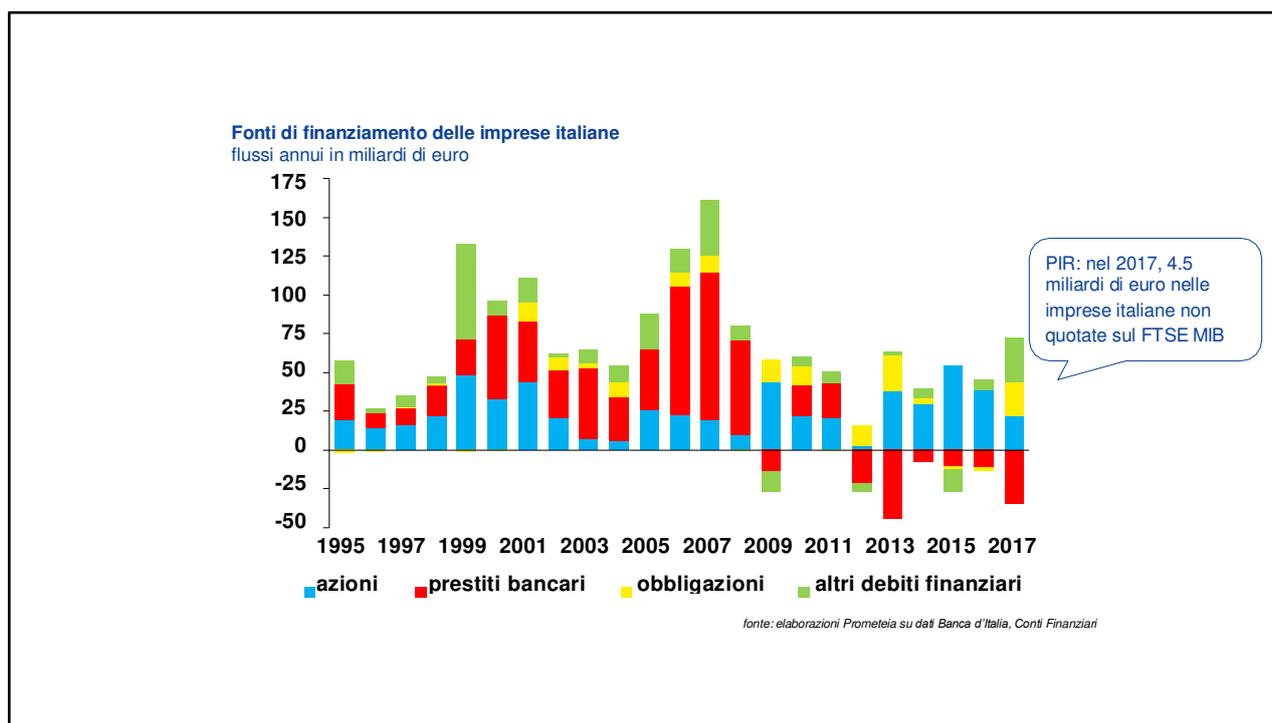
Approfitto ancora dello spazio per segnalare che lo scorso 16 novembre la Fondazione ha concluso l'*iter* deliberativo che porterà alla fusione con la Fondazione CR Bra. Nell'ambito del mondo delle FOB rappresenta un *unicum* a livello nazionale, in un percorso innovativo che probabilmente aprirà la possibilità ad altre operazioni simili tra le FOB. Detto processo di aggregazione interesserà le FOB che non ritengono, in un quadro generale sempre più complesso, di poter raggiungere capacità tecniche, erogative e operative adeguate, il tutto nell'ottica di puntare ad un'efficienza ed economicità di gestione.

### 3.5 L'anello mancante tra risparmio e investimenti nell'economia reale

*Dott. Stefano Scalera, Dirigente Ministero dell'Economia e delle Finanze*

A seguito della crisi del 2007-2008 sono state introdotte **regole più stringenti sull'attività bancaria** che hanno portato a rendere **più selettivi i criteri di erogazione del credito** e, conseguentemente, spinto le imprese a rafforzare la propria struttura patrimoniale e **diversificare le fonti di finanziamento**. A fronte del deterioramento delle aspettative sull'accesso al credito, le imprese italiane, in particolare quelle grandi, hanno reagito mantenendo positivo il saldo finanziario, che nel 2016 è stato positivo per 29 miliardi di euro. Le imprese più piccole hanno invece continuato ad accedere al credito bancario prevalentemente grazie alla garanzia pubblica offerta tramite il Fondo Centrale. Questa situazione comporta che, per fare nuovi investimenti, le imprese debbano gradualmente rivedere la propria struttura finanziaria e privilegiare il capitale di rischio rispetto al debito; e il debito di mercato rispetto a quello bancario. Incidentalmente, questo vuol dire che le banche debbono a loro volta modificare il tipo di servizio offerto agli imprenditori, trasformandosi in "consulenti" finanziari d'impresa. Come mostra il grafico di seguito riportato, **le imprese hanno ridotto il ricorso ai prestiti bancari, aumentato il capitale di rischio e i prestiti non bancari**, anche grazie alle riforme introdotte dal 2014 in poi (cd. programma "Finanza per la Crescita) che hanno consentito - tra l'altro - il **direct lending** alle assicurazioni ed ai fondi, **l'emissione di corporate bond** con caratteristiche adatte alla dimensione delle imprese italiane (i cosiddetti *minibond*) e ai **PIR**, Piani individuali di risparmio concepiti per attrarre il risparmio privato verso le imprese grazie all'esenzione dalle imposte sui *capital gain*.

**Fig. 3.1 – Le Fonti di finanziamento delle imprese italiane (flussi annui in mld di euro)**



È presto per giudicare l'efficacia di tutte le misure introdotte ed in particolare dei PIR su cui nel seguito di questo contributo ci si concentra alla luce di quanto registrato nei primi due anni di vita dello strumento, per riflettere su come può arrivare a finanziare le imprese non quotate. L'effetto finora prevalente, infatti, è stato quello di portare **liquidità sul mercato secondario e favorire nuove quotazioni**, effetti questi tutt'altro che trascurabili per un'economia che non vede la sua capacità produttiva riflessa nella capitalizzazione di borsa. I temi emersi nei diversi appuntamenti del Tavolo di lavoro, su cui il tema del finanziamento alle imprese non quotate rispetto alla funzionalità dei PIR è stato affrontato, sono sostanzialmente due.

Il primo è che i prodotti PIR sono concepiti come fondi UCITS, adattando - in una prima fase - strumenti già esistenti rispetto al lancio di nuove iniziative. Il legislatore poteva indicare che il nuovo regime fiscale si sarebbe applicato solo ai fondi di nuova istituzione, spingendo per una diversa composizione degli stessi in modo che prevedessero una maggiore quota di investimenti illiquidi, quali sono le azioni di imprese non quotate o i *corporate bond* non quotati, ma questo non avrebbe cambiato di molto ciò che è accaduto. Infatti, e qui veniamo secondo me al vero tema, dall'analisi svolta è emerso chiaramente che **il vero ostacolo da superare è la propensione dei gestori e degli investitori alla liquidità**. Tale preferenza ha avuto un effetto importante nella definizione degli strumenti proposti anche se, per limitare quest'effetto, la norma prevede una *holding period* minimo di 5 anni per usufruire del beneficio fiscale. Si poteva immaginare un periodo più lungo, magari di 7 anni, ma non sarebbe cambiata nel breve la preferenza per la liquidità, anche tenendo conto del legame tra reti distribuzione bancarie e fondi di investimento di tipo UCITS già esistente.

Un secondo tema da considerare è **l'attitudine delle imprese a far entrare nel capitale un socio privato finanziario**. Non sono ancora presenti le condizioni nel nostro mercato affinché si trovi un punto di equilibrio tra esigenze dell'imprenditore e quello degli investitori; su questo aspetto

“Finanza per la Crescita” ha introdotto norme per facilitare la trasformazione e la costituzione di S.p.A., per consentire l’emissione di azioni atipiche (con privilegi sui dividendi in cambio di restrizioni della governante) e facilitare fiscalmente le operazioni di aggregazione societaria, ma il cambiamento necessario è altrove. E questo sta avvenendo sotto la pressione della competitività dei mercati e la voglia delle imprese di crescere.

Nelle riflessioni fatte è emerso che è possibile, per gestori di *asset* illiquidi, proporre uno strumento PIR, utilizzando ad esempio l’ELTIF (*European Long Term Investment Funds*). Cosa che ancora non è successa. Gli ELTIF, introdotti dal regolamento comunitario nel 2015, sono fondi illiquidi che nascono con l’obiettivo di investire in PMI non quotate. Tali fondi consentono agli investitori istituzionali, ma anche ai risparmiatori *retail*, di investire in piccole e medie imprese operanti sul territorio europeo nei settori delle infrastrutture, dell’energia e dei trasporti, ma anche in attività immateriali come l’istruzione o la ricerca, per un importo complessivo pari almeno al 70% del patrimonio investito. Il restante 30% può essere, invece, destinato ad attività diverse. Il regolamento comunitario prevede che le PMI per poter rientrare in questo nuovo tipo di investimento: **i) non devono** essere società di tipo finanziario; **ii) non devono** essere società quotate o in caso di quotazione la capitalizzazione deve essere inferiore ai 500 milioni di euro **iii) devono** essere domiciliate in un Paese dell’Unione Europea o in un altro Paese che però rispetti determinati requisiti in tema di normativa antiriciclaggio, antiterrorismo e fiscale. Il regolamento UE contiene poi indicazioni importanti sulla tutela dell’investitore *retail* (con portafoglio fino a 500.000 euro) che non può investire un importo superiore al 10% del portafoglio complessivo in ELTIF. Inoltre, l’investimento deve poter essere riscattato prima della naturale scadenza del fondo. A ben guardare, comparando queste caratteristiche con quelle dei PIR, si trovano particolari identità di struttura e scopo.

Si può, quindi, concludere che l’anello mancante per congiungere il risparmio privato all’economia reale è l’introduzione di un contratto di tipo privatistico che metta insieme la volontà di un’impresa di crescere senza quotarsi, almeno fino ad un certo limite, e la necessità degli investitori di rendimenti adeguati all’illiquidità dell’investimento conseguente. A garantire gli interessi delle parti di questo contratto (o regolamento di gestione nel caso degli ELTIF), devono esserci intermediari (*trust* o *permanent capital vehicle*) in grado di raccogliere risparmio a cui offrire il modo di sfruttare il beneficio fiscale, investendo responsabilmente nelle imprese in grado di crescere e creare un elevato *capital gain* (esente per i PIR) alla fine del periodo d’investimento.

## 4. I punti chiave emersi, condivisi e consolidati

Alessandra Franzosi, Head of Pension Fund&Asset Owners *Borsa Italiana – LSEG*

I temi emersi durante gli incontri del Tavolo di Lavoro sono stati molteplici e spesso intrecciati a doppio filo tra di loro, a dimostrazione della ricchezza del dibattito in essere. Per una pura semplicità espositiva sono stati raggruppati, nel presente capitolo, in tre aree: **gli obiettivi perseguiti, le criticità incontrate e le possibili aree di sviluppo suggerite** o già implementate da alcuni investitori, ma che possono divenire volano per l'intera *industry*.

Nella descrizione che segue non si è voluta in alcun modo attribuire una priorità relativa ai diversi temi coperti, cosa che si è preferito affrontare durante una *survey* presso gli investitori i cui primi risultati sono presentati a margine.

### 4.1 Gli obiettivi perseguiti

I partecipanti al Tavolo hanno più volte sottolineato come **la scelta di investire (o di non investire) in economia reale italiana debba attenersi ed essere sempre riconducibile e allineata alla definizione degli obiettivi strategici dell'investitore istituzionale**.

Tali motivazioni strategiche possono assumere sfumature diverse, in relazione alla natura e alle esigenze dell'investitore stesso; inoltre non sono da intendersi in modo alternativo ma complementare.

La necessità di ridefinire l'*asset allocation* strategica ottimale al fine di **migliorare il profilo di rischio-rendimento** dei portafogli è stato il primo obiettivo individuato. In presenza di portafogli strutturalmente ancora poco diversificati e con una quota importante di investimento in titoli governativi italiani, incrementare il grado di diversificazione degli stessi è una necessità condivisa. Inoltre, in un contesto di bassi rendimenti, l'apertura a nuove *asset class* potrebbe consentire di cogliere opportunità di rendimento maggiori connessi all'esistenza di un premio per il rischio o per l'illiquidità. L'apertura a favore degli investimenti cosiddetti alternativi o illiquidi potrebbe così stabilmente attestarsi intorno al 10-15% dei portafogli. Un secondo obiettivo è rappresentato dall'opportunità di **migliorare l'Asset Liabilities Management**, investendo in *asset* che aiutino nel *matching* con gli impegni finanziari di lungo termine. Un'analisi attuariale approfondita della popolazione dei propri iscritti unita a un adeguato approccio di *risk management* che analizzi il profilo degli investimenti, sono condizioni necessarie per capire il possibile grado di esposizione verso strumenti alternativi. L'esistenza di fattori che stabilizzano i flussi, quali ad esempio la prosecuzione della contribuzione oltre la maturazione del requisito pensionistico o la minor incidenza della richiesta di anticipi favoriscono indubbiamente la scelta di strumenti con *focus* sull'economia reale.

Un terzo aspetto è rappresentato dal **perseguimento di obiettivi di ampia creazione di valore per i propri beneficiari, con una crescente rilevanza della connotazione *mission related* dell'investimento**. Ciò si può sostanziare, per i Fondi Pensione Negoziati Territoriali o le Fondazioni di origine bancaria, con un *focus* sui rispettivi territori effettuando investimenti nell'economia dei luoghi bacino di riferimento dell'attività dell'investitore. Oppure può assumere, come per Casse e Enti di Previdenza, un *focus* legato alle attività degli aderenti che porta a investimenti che abbiano anche un impatto sulla crescita delle professioni servite dall'investitore. Infine, per i Fondi Pensione Negoziati settoriali o per i Preesistenti, il legame si identifica con un più ampio concetto di

investimento nelle PMI del Paese, anche se il nesso pare meno forte e indirettamente riconducibile all'idea di una parziale restituzione di parte del TFR versato dal sistema produttivo.

Da ultimo inizia a porsi il tema della sostenibilità intesa sia come capacità di **cogliere negli investimenti i trend di sostenibilità di lungo periodo** per essere in linea con l'orizzonte delle passività dell'investitore che come risposta a una crescente sensibilità di investitori e aderenti alle tematiche di sostenibilità ambientale e sociale.

## 4.2 Le difficoltà riscontrate

La realizzazione dell'obiettivo strategico di investimento in economia reale italiana è tuttora accompagnata da vincoli di varia natura, sia legati a ragioni interne alle organizzazioni che dovuti a fattori esterni di tipo normativo o di offerta di prodotti disponibili sul mercato. Tra le motivazioni riguardanti le caratteristiche interne vi è la necessità, riscontrata da più investitori, di **creare una visione consapevole su opportunità e rischi di investimento in economia reale italiana e che consenta agli organi apicali di deliberare con il necessario consenso e *comfort***. Un forte *commitment* del Consiglio di Amministrazione è ancor più rilevante nel caso di investimenti diretti o in *asset class* che solo di recente si sono affacciate sul mercato.

Ciò è ulteriormente avvalorato dalla presa di coscienza che la decisione di aprirsi a nuove *asset class* **implica un incremento del livello di competenze da mettere in campo e impone un grande lavoro sulla struttura interna per essere**, da un lato *compliant* con le richieste del regolatore/autorità di vigilanza, e dall'altro per avere la piena consapevolezza dell'evoluzione dell'investimento intrapreso caratterizzato da un arco temporale lungo e da un diverso profilo di liquidità e rischio. Il **tema del capitale umano e della capacità di attrarre e trattenere talenti** è trasversale a tutta la struttura ma impatta in primo luogo la funzione finanza.

Un ulteriore ostacolo è rappresentato dalla possibile necessità di modifica dello Statuto e revisione della documentazione interna. Molti Fondi Negoziati infatti si sono preclusi la possibilità di investimento diretto in fondi chiusi da Statuto, tema che rende ancora laboriosa questa scelta. C'è però da sottolineare che tale modifica, più complessa nelle prime esperienze, ora è resa fluida e certa nel tempo dall'approccio di silenzio-assenso adottato da COVIP. Resta invece ancora laboriosa tutta l'attività di revisione della documentazione interna, in *primis* la revisione del documento di politica di investimento, per consentire l'introduzione nella propria *asset allocation* strategica di investimenti che si affianchino alle tradizionali *asset class*.

Vi è inoltre un tema generale relativo alla **dimensione dell'investitore**; la piccola *size*, oltre ad accentuare gli aspetti sopra menzionati, non consente di allocare risorse sufficienti per ottenere la desiderata diversificazione o *personalizzazione* dell'investimento anche dal punto di vista del prodotto.

Molto si è discusso anche delle **caratteristiche dell'attuale offerta di prodotti per investire in economia reale italiana e della necessità di un ulteriore sforzo innovativo per renderla più vicina ai bisogni dell'investitore istituzionale**. Non risulta semplice infatti reperire prodotti che abbiano un perimetro di investimento in economia reale italiana che sia allineato con gli obiettivi

strategici, soprattutto se questi hanno forti connotati *mission related*, e che mantengano allo stesso tempo un congruo grado di liquidabilità.

Sono inoltre di difficile individuazione, soluzioni che consentano una partecipazione attiva alla *governance* dell'investimento per l'approvazione del *business plan* e la gestione di potenziali conflitti di interesse. Anche il *timing* dell'adesione alla raccolta di una specifica operazione può essere una criticità quando non coincide con le tempistiche di delibera del CDA dell'investitore; tale difficoltà è ulteriormente aggravata dalla limitata visibilità dell'universo potenzialmente investibile, in modo trasversale su PMI, infrastrutture e *real estate*.

Ulteriori limiti che permangono dal lato dell'offerta sono riconducibili all'eccessivo gap temporale tra allocazione del capitale e richiami da parte del promotore del fondo, una diffusa difficoltà nel riuscire ad avere una puntuale valutazione (NAV) degli investimenti illiquidi, con conseguente divergenza con la necessità di pubblicazione del valore della quota e, non da ultimo, una reportistica adeguata volta al costante monitoraggio dell'investimento e alla redazione di documenti puntuali da inviare alle competenti autorità di vigilanza.

Infine, per quanto concerne l'attuale assetto normativo e regolamentare, il Tavolo apprezza che il regolatore si sia mosso (DM n.166/2014) da un approccio puramente quantitativo di limiti di investimento ad un approccio qualitativo di "persona prudente". **Restano però alcuni limiti quantitativi** quali ad esempio quello di concentrazione del 25% di investito all'interno di un singolo veicolo, che gli investitori percepiscono come di difficile gestione inducendo un'eccessiva frammentazione. Nel contempo la difficoltà a trovare co-investitori allineati negli obiettivi acuisce il problema.

**Relativamente alle agevolazioni fiscali all'investimento in economia reale italiana, esse sono riconosciute come importanti.** Altrettanto importante sarebbe però avere una normativa fiscale stabile e più in generale favorevole al risparmio di tipo previdenziale, per esempio attraverso il passaggio ad un sistema di tassazione di tipo EET (Esente, Esente, Tassato) rispetto all'attuale ETT, peraltro più in linea a quello implementato a livello europeo.

### 4.3 Le possibili aree di sviluppo

Il Tavolo ha inoltre iniziato a far emergere alcuni possibili fattori che hanno o potrebbero rivelarsi dei facilitatori intorno ai quali lavorare nel prossimo futuro.

È infatti emerso come elemento importante che l'investitore, prima di iniziare il processo, **definisca con chiarezza a livello strategico quali sono gli obiettivi che intende perseguire investendo in economia reale italiana**, così da poter individuare una politica di investimento coerente e **impostare correttamente il dialogo con tutti i provider di servizi**. È dunque fondamentale avere un CDA preparato e consapevole riguardo i tratti caratteristici degli investimenti alternativi e dell'investimento in economia reale italiana nello specifico. Nella fase di avvicinamento a questi temi può essere dunque utile realizzare momenti formativi *ad hoc* dedicati agli organi decisionali.

Esistono inoltre ampi spazi per esplorare **forme di collaborazione tra investitori istituzionali che desiderano investire in economia reale italiana con obiettivi allineati**. Tali *partnership* possono sostanziarsi in forme di co-investimento per raggiungere la necessaria massa critica richiesta per ragioni di diversificazione e (eventualmente) per poter avere soluzioni personalizzate. Questo consente anche, a regolamentazione attuale invariata, di tener conto dei limiti di concentrazione imposti dal regolatore. Forme di collaborazione si possono estendere anche alla fase di progettualità, selezione del *provider*, formazione di *board* e strutture interne.

Emerge inoltre come opportuno **impostare la relazione con gli *asset manager* e con i *provider* di servizi e infrastrutture di mercato in modo assertivo**. In particolare è sentita tra le altre cose la necessità di introdurre meccanismi di *governance* rafforzata, che consenta un controllo dell'investimento durante l'intera sua vita, per esempio attraverso un rappresentante dell'investitore nel Comitato Investimenti. Il mercato deve inoltre riflettere se esistono soluzioni per attenuare alcuni problemi tecnici quali il disallineamento di tempistiche di *matching* tra la deliberazione degli organi decisionali dell'investitore istituzionale rispetto a quelle effettive di raccolta e impiego. Un altro filone è la necessità di mantenere una seppur limitata liquidabilità dell'investimento, per esempio attraverso la quotazione dei veicoli/FIA. Effettuare inoltre un'attenta valutazione su quale sia la modalità con cui implementare l'investimento in economia reale italiana, se attraverso soluzioni di gestione diretta o tramite mandato di gestione può rappresentare una facilitazione da tenere ben presente. **Organi decisionali formati e struttura interna adeguata consentono di poter scegliere il tipo di gestione più adeguata alle necessità dell'investitore**.

Oltre a ciò è sentita la necessità di impostare una relazione di partenariato con il settore pubblico, affinché gli investitori istituzionali diventino *partner* strategici di progetti innovativi. Ciò può assumere diversi connotati che vanno da una maggiore concertazione con le Istituzioni sugli obiettivi da perseguire, passando per l'opportunità di forme di *risk mitigation* (tramite garanzia) imposte dalle *liabilities* esplicite (es. sostenibilità a cinquant'anni delle Casse) o potenziali (anticipazioni del capitale per la previdenza complementare) degli investitori istituzionali, fino all'identificazione di soluzioni tecniche nuove quali i PPP. In generale **al legislatore si chiede il contenimento della volatilità legislativa di tipo fiscale oltre che di approntare alcuni *fine tuning* all'attuale assetto normativo** con particolare riferimento ai limiti quantitativi all'investimento al fine di ampliare alcuni margini di azione.

**È auspicato infine che si costituisca nel Paese una *community* di investitori istituzionali domestici di lungo termine** che sia il più possibile inclusiva (investitori previdenziali, fondazioni, ...), ampia e quindi capace di un dialogo forte con l'*industry* e con il settore pubblico.

In conclusione, da quanto emerso nello svolgimento del Tavolo e attraverso la presentazione dei "*case study*", si sta compiendo una presa di consapevolezza da parte di Fondi Pensione e Casse di previdenza dell'opportunità di aprire i loro portafogli all'investimento in economia reale italiana, con modalità che siano allineate con i loro obiettivi finali e con i loro doveri fiduciari. In tutto ciò devono sempre più essere coadiuvati da un ampliamento dell'universo investibile e dall'evoluzione di prodotti e processi messi a loro disposizione dall'*industry* dell'*asset management*. Si profila inoltre il convincimento che, almeno in questa fase di "transizione" da un finanziamento bancocentrico ad un finanziamento più di mercato dell'economia reale, questi investimenti debbano essere fatti superando la pura logica di acquisto di un singolo prodotto (seppur dopo attenta selezione e

comparazione). **Le modalità che vanno messe in campo sono quelle del dialogo proattivo e della *partnership* con tutti i provider di servizi e con le Istituzioni, al fine di trovare soluzioni innovative dove però si condividono obiettivi, processi e rischi finanziari e imprenditoriali.**

#### **Box – I Risultati di una breve survey**

Al fine di provare a d attribuire una certa rilevanza ai temi sopra descritti si è chiesto agli investitori partecipanti al Tavolo di rispondere a d una breve *survey*. I risultati, pur non avendo in questa fase assoluta robustezza statistica, aiutano il dibattito.

- Per quanto concerne gli obbiettivi, l'investimento in economia reale è visto innanzitutto come strumento di ottimizzazione degli obiettivi economico-finanziari dell'investitore (migliorare rapporto Rischio/Rendimento, AAS, ALM). Tali investimenti devono servire al più generale perseguimento dei doveri fiduciari nei confronti dei propri aderenti e rispetto ai quali non possono esservi mediazioni.
- Per quanto attiene le criticità, risultano ascrivibili sia a fattori esterni che interni. Con più frequenza si menziona un'offerta di prodotti per investire in economia reale italiana non ancora sufficiente e/o adatta per i bisogni degli investitori previdenziali. Menzionate anche le difficoltà create dai limiti normativi quantitativi all'investimento tuttora in vigore.
- Come soluzioni operative, il tema di individuare forme di collaborazione tra gli investitori istituzionali prima, durante e dopo l'investimento sembra essere la strada più indicata; essa consente infatti di avere la massa critica necessaria per addivenire a soluzioni adatte ai bisogni specifici. Traspare inoltre la necessità di costituire nel Paese una *community* ampia di investitori istituzionali domestici incisiva. Infine, l'ottimizzazione fiscale del portafoglio non è un obiettivo prioritario per investire in economia reale italiana. Tuttavia, la stabilità dell'attuale normativa di fiscalità agevolata è ritenuta tra le condizioni che favoriscono l'investimenti in economia reale.

## 5. I “case study” presentati

Il presente capitolo è dedicato alla **presentazione dei casi virtuosi** che sono stati ospitati durante gli incontri del Tavolo di lavoro. Si riporta dunque **una breve intervista** fatta a ognuno dei protagonisti, pubblicata sul **blog “ilPunto” di Itinerari Previdenziali**<sup>10</sup>, corredata da **una scheda di sintesi** che indaga gli strumenti, i processi e le decisioni prese dal singolo investitore per effettuare l’investimento in economia reale. Le interviste sono a cura di Niccolò De Rossi e Gianmaria Fragassi.

### 5.1 ESG e infrastrutture: le Casse di Previdenza investono nell’economia reale italiana

*Dott. Gianni Golinelli, Responsabile Finanza ENPACL*

*Adozione dei criteri ESG, fondi infrastrutturali, di private equity e private debt sono alcuni degli investimenti utilizzabili per finanziare l’economia del Paese, ne abbiamo parlato con **Gianni Golinelli, Responsabile Finanza di ENPACL***

L’Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza dei Consulenti del Lavoro è una delle Casse dei Liberi Professionisti che, già da qualche anno, ha rivolto l’attenzione verso gli investimenti a sostegno dell’economia reale del Paese. È però noto come tali investimenti vadano attentamente analizzati per tener conto dei vincoli di rischio complessivo del portafoglio. Con **Gianni Golinelli, Responsabile Finanza di ENPACL**, abbiamo cercato di individuare le possibili sinergie che posso esistere tra investimenti sostenibili, a impatto sociale e soprattutto correlati alla crescita.

*L’obiettivo di lungo periodo delle Casse necessita di una importante valutazione prospettica di rendimento e di stima del budget di rischio allocabile; avete inoltre incluso nella selezione di prodotti alternativi valutazioni di tipo ESG?*

Abbiamo inserito **valutazioni di tipo ESG** nell’intero modello strategico di analisi attivi/passivi (Modello ALM), al fine di addivenire a un’allocazione per categoria di investimento, che tenesse conto di rischio, rendimento e *scoring* ESG di ogni *asset class*, a partire da obiettivi di rendimento, rischio e valutazione ESG calcolati a partire dall’equilibrio entrate e uscite e dall’evoluzione dello *scoring* ESG, definendo una crescita obiettivo dello *scoring* di partenza. In tal modo, si è giunti all’inserimento della logica ESG nelle strategie gestionali e nelle implementazioni tattiche, anziché considerarlo una classe di investimento a sé stante, che lo ridurrebbe sia nella portata che nell’importanza.

*Attraverso quali investimenti alternativi avete deciso di investire nell’economia reale? La gestione è effettuata in modo diretto o indiretto?*

L’investimento nell’economia reale, a supporto della crescita economica, è effettuato attraverso investimenti alternativi rappresentati da **fondi infrastrutturali**, sia mobiliari che immobiliari, **fondi di private equity**, europei e focus Italia, e **fondi di private debt**. La gestione è indiretta, attraverso fondi.

---

<sup>10</sup> IlPunto-Pensioni&Lavoro è il blog d’informazione indipendente curato dal Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali e nato con l’obiettivo di fornire a tutti gli operatori del settore un punto di riferimento online attraverso il quale mantenersi costantemente aggiornati sui temi della previdenza, delle politiche attive del lavoro, della sanità e del *welfare* – pubblico e integrativo – in tutte le sue declinazioni.

*Che peso ricoprono gli investimenti in economia reale italiana sul totale del vostro attivo?*

Complessivamente, **l'investimento a supporto dell'economia italiana è pari a circa il 60% del patrimonio**, di cui la metà attraverso infrastrutture e *private equity*, e l'altra metà attraverso la sottoscrizione del debito dello Stato italiano, la partecipazione alla Banca Centrale e l'investimento *corporate* ed *equity* in società italiane.

*Le Casse di previdenza sono state caratterizzate da una ingente esposizione in investimenti immobiliari; questo tema può legarsi, visti anche gli ultimi sviluppi innovativi, all'investimento infrastrutturale?*

Assolutamente sì, come detto, all'interno dell'investimento immobiliare complessivo dell'Ente si sta puntando molto su investimenti infrastrutturali di tipo immobiliare. A oggi dei circa **220 milioni di euro** di immobili investiti in Italia (pari al 20% circa del patrimonio dell'Ente) circa **170 milioni (il 15% del patrimonio)** sono investiti in immobili di tipo infrastrutturale, e tale dinamica tenderà a continuare.

*Rappresentando certamente un caso a cui guardare, per investire in strumenti alternativi, è sufficiente colmare attraverso percorsi di formazione le eventuali carenze interne o permane più un deficit di offerta poco adeguata agli investitori istituzionali del panorama investibile?*

Rimane il **deficit di offerta istituzionalizzata**, ovvero resa omogenea rispetto alle esigenze delle Casse Previdenziali, dei Fondi Pensione e delle Fondazioni, essendo spesso carente sia dal punto di vista dimensionale che dal punto di vista delle caratteristiche, sia gestionali che dei finanziamenti effettivi sottostanti. Si ritiene importante operare attraverso *due diligence* più attente alle esigenze degli istituzionali, dal lato dell'offerta, e più rispondenti alle necessità di trasparenza richiesti da Casse, Fondazioni e Fondi Pensione.

<b>Caratteristiche dell'investitore: ENPACL</b>	
Tipologia di appartenenza	Cassa di previdenza
Anno di costituzione/Istituzione	1971
Tipologia di destinatari/partecipanti	Categoria Professionale dei Consulenti del Lavoro
AUM	1.067.637.082 (al 31/10/2018)
<b>Overview generale degli "Investimenti in economi a reale italiana"</b>	
Elenco degli "Investimenti in economia reale italiana"	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Banca Popolare di Sondrio</li> <li>- Arca Economia Reale <i>EQ IT-I</i></li> <li>- PM Anima Iniziativa Italia I</li> <li>- Banca d'Italia</li> <li>- Partecipazione <i>Teleconsul</i></li> <li>- F2i-Terzo Fondo per le infrastrutture</li> <li>- <i>Clean Energy One</i></li> <li>- Fondo Investimenti Rinnovabili</li> <li>- RiverRock <i>HICF</i></li> <li>- Armònia Italy Fund</li> <li>- <i>Quadrivio Private Equity Fund 3</i></li> <li>- AMUF - <i>European Growth Capital</i></li> <li>- IDEA AGRO</li> <li>- CdP Fondo investimenti per l'abitare</li> <li>- Fondo FIP</li> <li>- Fondo Immobiliare Bernini</li> <li>- Fondo Sant. Alessio</li> <li>- <i>TSC Fund - RSA Eurocare</i></li> </ul>
Peso % degli "Investimenti in economia reale italiana" rispetto all'AUM totale	33% (solo finanziamenti <i>corporate</i> Italia)
<b>Motivazioni generali degli "Investimenti in economia reale italiana"</b>	
<p>L'investimento in economia reale italiana per l'ENPACL nasce dall'esigenza di sostenere il valore aggiunto della categoria, rappresentato dalle piccole imprese italiane, e dall'esigenza "sistemica" di partecipare, anche dal punto di vista della sostenibilità sociale, al principale volano della struttura industriale italiana. Inoltre anche dal punto di vista economico, e della stabilità delle performance, i finanziamenti a tali aree tendono ad avere redditività alte, legate alle potenzialità delle imprese coinvolte, dalla loro capacità di produrre performance stabili nel tempo, e dalla tipologia di investimento, spesso partecipativo e con logiche di lungo periodo.</p>	
<b>Milestones</b>	
<p><u>Deliberazioni "chiave" assunte e da quale Organo</u>  Delibere consiliari in attuazione delle implementazioni tattiche agli obiettivi strategici di investimento, costruiti attraverso un modello di analisi attivi passivi di lungo periodo. Il piano strategico è approvato annualmente dall'Assemblea dei Delegati</p>	
<p><u>Modello di gestione attuato</u>  Delega attraverso fondi</p>	
<p><u>Come l'investimento è stato fatto rientrare nell'asset allocation, strategica e tattica</u>  Come detto attraverso l'implementazione tattica dell'allocazione strategica individuata a seguito di applicazione del modello ALM di lungo periodo</p>	

## **Governance del Processo di Investimento**

### Principali Deliberazioni assunte per dare attuazione alla decisione di effettuare “Investimenti nell’economia reale italiana”

Documenti di supporto alle scelte di investimento del CdA prodotte dall’Area Finanza della Direzione Contabilità, Finanza e Personale, con la supervisione della Direzione Generale

### Struttura organizzativa e procedure interne

Procedure di dettaglio per la preparazione dei documenti di supporto sopra descritti, con analisi e monitoraggio delle funzioni di controllo

### Modalità di selezione del/i FIA del/i gestore/i delegato/i

Attraverso questionario di due diligence con successive analisi quantitative e valutazioni di rischio, coinvolte Area Finanza, Advisor e Risk Manager

### Scelta strategica relativa all’eventuale partecipazione alla governance dei FIA (si/no) contenuti nel portafoglio di gestione e modalità di attuazione

Partecipazione degli organi strategici (membri CdA) nominati dal Consiglio di Amministrazione e partecipanti ai comitati consultivi / di controllo, declinati in modo diverso a seconda dei regolamenti dei fondi

### Reportistica periodica per controllo dell’investimento e per gli adempimenti informativi verso la vigilanza da parte dell’investitore

Monitoraggio mensile del portafoglio al CdA, report continui da Advisor e Risk Manager, segnalazione dati a COVIP annualmente

## **Caratteristiche “Investimento nell’economia reale italiana” - Caso 1**

- |  |  |
|--|--|
| • <i>Asset Class:</i>                                      | Investimenti Alternativi - FIA Infrastrutturale        |
| • <i>Fia / Gestore</i>                                     | Fondo F2i III gestore F2i SGR                          |
| • <i>Durata FIA/Mandato di gestione</i>                    | Scadenza fondo 2024                                    |
| • <i>Data di sottoscrizione</i>                            | 30/11/2017   |
| • <i>AUM sottoscritto/AUM richiamato</i>                   | Sott. 60 milioni Rich. 42,7 milioni                    |
| • <i>Partecipazione alla governance</i>                    | Un Consigliere partecipa all’ <i>Adv. Committee</i>    |
| • <i>Rendimento target</i>                                 | 10%  |
| • <i>Ultimo rendimento disponibile</i>                     | 11,7%  |
| • <i>Look through</i>                                      | Aggiornamento Trimestrale <i>Fair Value</i> e dettagli |
| • <i>Periodicità valorizzazione</i>                        | NAV Semetrale  |
| • <i>Regime dei costi</i>                                  | In Bilancio al prezzo medio                            |
| • <i>Indicare se si sono ottenute agevolazioni fiscali</i> | Esenzione fiscale <i>ex L.Bilancio 2017</i>            |

### **Peculiarità e aspetti innovativi della propria strategia**

Utilizzo di una piattaforma di ottimizzazione della gestione patrimoniale, attraverso una logica gestionale a quattro macro aree, con sottostante declinazione degli investimenti attraverso fondi, inseriti in comparti *Sicav* per gli investimenti liquidi ed in fondi alternativi per gli investimenti non liquidi. Aree di investimento ad hoc per immobiliare e gestione della tesoreria. Questa metodologia ottimizza la gestione dal punto di vista dell'efficienza operativa e fiscale, e dal punto di vista dei monitoraggi e delle attività di risk management.

Inoltre si sottolinea la realizzazione di una *partnership* per la *due diligence* e gli investimenti diversificati in Europa attraverso FEI.

Infine si rilevano livelli di particolare attenzione per il recepimento del tema della sostenibilità negli investimenti, realizzando insieme a MEFOP una piattaforma formativa per gli amministratori e la struttura dell'Ente, e realizzando un piano strategico di implementazione dei temi ESG nel processo di investimento.

### **Commenti Generali**

1. Attività di analisi e due diligence di progetti immobiliari, attività di supporto al credito verso micro e piccole imprese e nell'agevolazione dell'avvio di *start up*.
2. Creazione di veicoli per gli investimenti alternativi, per risolvere il problema di carenza nella gestione delle offerte da parte dell'industria prodotti.
3. Inserimento negli investimenti di una logica di gestione ESG di tipo strategico, rendendo il tema un punto di partenza delle linee guida per gli investimenti, per poi procedere con l'implementazione tattica e le dinamiche di crescita effettiva dello scoring ESG del proprio portafoglio.
4. Investimenti immobiliari per la creazione di "HUB DEI CONSULENTI DEL LAVORO", strutture polivalenti collocate in tutti i capoluoghi di provincia e regione, presso le quali svolgere le attività di promozione delle politiche attive per il lavoro, affidandone la gestione diretta alla Fondazione Consulenti per il Lavoro.

## 5.2 Investimenti in economia reale: il contributo delle Casse di Previdenza

*Dott. Emilio Giorgi, Chief Risk Officer Fondazione ENPAM*

*Tra gli investitori istituzionali italiani le Casse Privatizzate rappresentano uno dei player più attivi nel sostenere l'economia reale italiana ma strumenti illiquidi ben si conciliano con la sostenibilità di lunghissimo periodo di tali Enti? Ne abbiamo parlato con **Emilio Giorgi, Chief Risk Officer di Fondazione ENPAM***

Con oltre 21 miliardi di attivi patrimoniali e più di 360.000 iscritti al 30/9/2018, l'Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza di Medici e Odontoiatri si colloca al primo posto nella classifica dimensionale delle Casse di Previdenza. Se in aggregato tali Enti investono buona parte del valore complessivo dei loro attivi in investimenti a favore dell'economia reale nazionale, con il **Dott. Emilio Giorgi, Chief Risk Officer di Fondazione ENPAM**, abbiamo approfondito come questi sono stati inseriti nella politica di investimento della Cassa.

*Le Casse di Previdenza sono caratterizzate dall'obbligo di sostenibilità di lungo periodo; come avete conciliato tale vincolo attuariale con l'investimento in strumenti alternativi tipicamente illiquidi?*

Gli obiettivi di sostenibilità e solvibilità della Cassa vengono considerati nell'impostare lo schema di *asset allocation* – che distribuisce gli investimenti su diverse *asset class* per un certo orizzonte temporale – e definire l'approccio di ALM. La Fondazione ha optato per l'approccio di ALM denominato “Investimenti Guidati dalle Passività” (*Liability Driven Investments* – LDI), che valuta in maniera integrata i rischi degli investimenti **non solo in termini di mercato, ma anche di copertura delle passività**. La strategia prevede di ottimizzare la correlazione tra attivi e prestazioni perseguendo l'esposizione ai medesimi fattori di rischio e ricercando la migliore corrispondenza dei flussi a lungo termine, con una strategia di investimento a doppio portafoglio: uno investito in attivi i cui flussi vadano a coprire direttamente le prestazioni (senza premio per il rischio e neutro rispetto al mercato) e l'altro investito in soluzioni a premio, nella cui combinazione si ricerchi il massimo rendimento aggiustato per il rischio (data la propensione specifica e i limiti di *budget*) che garantisca gli equilibri di lungo termine.

In quest'ottica, che deriva dalla consapevolezza di gestire la *mission* previdenziale in uno schema aperto e con una durata di lunghissimo termine, investimenti illiquidi caratterizzati da elevata sostenibilità dei flussi di reddito a lungo termine (quali ad esempio gli attivi caratterizzati da limitato rischio controparte a lungo termine, gli investimenti infrastrutturali regolati o a concessione anche di tipo sociale, gli investimenti immobiliari *core* con contratti di locazione a lungo termine e garanzie accessorie), **risultano particolarmente adeguati alla politica di investimento delle Casse per entrambi i portafogli suddetti**. La caratteristica di illiquidità, purché associata a un'elevata sostenibilità reddituale e basso rischio controparte, è pertanto idonea e anzi strumentale al rispetto dei c.d. vincoli attuariali.

*In che modo avete diversificato, all'interno della vostra asset allocation, l'esposizione verso investimenti nell'economia reale e in che forma è effettuato l'investimento?*

Nello schema di *asset allocation* è rappresentata la macro classe *real assets*, che raggruppa gli investimenti immobiliari, sia diretti che tramite fondi, operativi su strategie prevalentemente *core*

diversificate su direzionale, commerciale, sanitario, ma anche alimentare e turistico alberghiero solo per citarne alcune; sono presenti inoltre investimenti di tipo infrastrutturale operativi su molteplici settori. Ulteriori investimenti in economia reale sono individuabili in altre macro e micro classi, quali il credito alternativo (a supporto di molteplici settori produttivi) e il *private equity/venture capital* (attraverso FIA che investono anche in biotecnologie e *healthcare*). La Cassa detiene inoltre, sia direttamente che indirettamente, diverse partecipazioni che vanno dagli Enti Universitari-Ospedalieri alle grandi realtà produttive del Paese. **In definitiva, gli investimenti in economia reale italiana pesano per il 27,2% rispetto all'AUM totale.**

*Poiché il finanziamento del tessuto imprenditoriale nazionale può essere incentivato sotto varie forme dai governi, ritenete sia necessario un confronto più puntuale con la politica per addivenire a soluzioni quanto più condivise?*

Sì, peraltro riteniamo il finanziamento del tessuto imprenditoriale **solo un aspetto parziale dell'universo degli investimenti in economia reale affrontabili nel Paese, e il più rischioso per le Casse di Previdenza** rispetto, ad esempio, agli investimenti infrastrutturali regolati o a concessione (e anche di tipo sociale) e gli investimenti *mission related*. Inoltre la realizzazione di investimenti che impattano direttamente sulle professioni di riferimento è fondamentale, **considerando soprattutto la possibilità di stabilire una relazione diretta tra investimento e contribuzione previdenziale marginale**, che consente di influire sui flussi a lungo termine dello schema.

*L'investimento in determinati strumenti richiede certamente una preparazione non solo degli organi decisionali, ma anche delle strutture interne dell'Ente. Ritenete che manchi ancora qualcosa agli investitori istituzionali italiani o c'è invece bisogno di un'ulteriore spinta da parte della politica?*

Premettendo che la Fondazione è all'avanguardia sulle tematiche di selezione e *due diligence* degli investimenti, favorisce processi di educazione permanente sia delle strutture che degli organi decisionali, promuove e implementa un approccio ALM lungimirante strumentale e finalizzato a garantire la propria sostenibilità e solvibilità a lungo termine, **riteniamo che se la politica volesse coinvolgere maggiormente gli investitori istituzionali italiani**, e non, a investire nel Paese più di quanto già non facciano potrebbe considerare l'opportunità di aprire una consultazione permanente finalizzata, in un'ottica *win win*, a individuare adeguate, solide e durature *partnership* pubblico-private (con le connesse riforme strutturali). Il tutto tenendo conto sia delle peculiarità di ciascun investitore istituzionale sia delle caratteristiche proprie della *mission* istituzionale.

<b>Caratteristiche dell'investitore: ENPAM</b>	
Tipologia di appartenenza	Cassa di Previdenza
Anno di costituzione/Istituzione	1937
Tipologia di destinatari/partecipanti	Medici ed Odontoiatri
AUM	€ 21,2 miliardi (al 30 Settembre 2018, a valore di mercato)
<b>Overview generale degli "Investimenti in economi a reale italiana"</b>	
Elenco degli "Investimenti in economia reale italiana"	<ul style="list-style-type: none"> <li>a. Investimento in FIA di <i>venture capital</i> (biotecnologie e <i>healthcare</i>);</li> <li>b. Investimento in strumenti di debito finalizzati a progetti nel settore sanitario;</li> <li>c. Investimento in FIA su crediti bancari/PMI;</li> <li>d. Investimenti immobiliari diretti/via fondi nei settori: <ul style="list-style-type: none"> <li>a. <i>sanitario (cliniche e ospedali)</i>;</li> <li>b. <i>alimentare</i>;</li> <li>c. <i>commerciale retail</i>;</li> <li>d. <i>turistico-alberghiero</i>.</li> <li>e. <i>direzionale</i>;</li> <li>f. <i>social-housing</i>.</li> </ul> </li> <li>e. Investimenti in FIA Infrastrutturale: <ul style="list-style-type: none"> <li>a. multi settore Italia;</li> <li>b. fotovoltaico Italia.</li> </ul> </li> <li>f. Investimenti in partecipazioni di Enti Universitari-Ospedalieri.</li> </ul>
Peso % degli "Investimenti in economia reale italiana" rispetto all'AUM totale	<b>27,2%</b> (inclusi investimenti immobiliari diretti), di cui 2,75% <i>Mission related</i>
<b>Motivazioni generali degli "Investimenti in economia reale italiana"</b>	
<p>Investimenti effettuati in coerenza con lo schema di <i>Asset Allocation Strategica</i>, sia nell'ambito della macroclasse <i>Real Assets</i> (immobiliari ed infrastrutture), che in altri ambiti prevalentemente alternativi. Il sovrappeso eventuale sull'Italia è frutto di una scelta tattica o conseguenza della volontà di supportare, direttamente e indirettamente, il settore di appartenenza degli iscritti, senza pregiudicare l'obiettivo di ottimizzazione del rendimento pesato per il rischio.</p>	
<b>Milestones</b>	
<p>Investimenti (anche <i>Mission Related</i>) approvati dal CdA in coerenza con lo schema di <i>asset allocation</i>, degli obiettivi di rendimento e dei limiti di rischio, tenendo conto dell'obiettivo strategico di supporto al settore degli iscritti nei limiti del 5% del patrimonio.</p> <p>Il modello di gestione attuato è prevalentemente in delega di gestione.</p> <p>Tutti gli investimenti (sia quanto residua nel portafoglio per dinamiche di investimento già realizzate, che i nuovi investimenti realizzati nel processo di convergenza allo schema di <i>Asset Allocation</i>) rientrano ordinariamente nelle asset class dello schema di asset allocation approvato; l'iter procedurale seguito è differenziato a seconda del tipo di asset class cui l'investimento fa riferimento, i.e. non esiste un investimento in economia reale e/o <i>Mission Related</i> che non abbia corrispondenze con altri investimenti di patrimonio, da cui si differenzia per caratteristiche del sottostante/strategia.</p>	

## Governance del Processo di Investimento

Delibera specifica approvata dal CdA sugli investimenti Istituzionali – *Mission Related* a supporto del sistema Paese direttamente o indirettamente se hanno impatto sulla professione Medico-Odontoiatrica (5% del patrimonio come limite superiore strategico). Specifica macro classe dello schema di *Asset Allocation* dedicata ai *Real Assets* (immobiliare ed infrastrutture). Altri investimenti nell’ambito dei limiti di *asset allocation strategica/tattica* per singole categorie.

Ciascuna operazione di investimento viene analizzata e strutturata in base all’*iter* procedurale specifico per la tipologia di investimento prescelta, nell’ambito dello schema di *Asset Allocation*. Diverse funzioni interne partecipano, da procedura, all’*iter*.

La modalità di selezione del/i FIA del/i gestore/i delegato/i avviene attraverso procedura apposita con valutazione comparativa di tipo quali-quantitativo delle alternative.

La scelta strategica relativa all’eventuale partecipazione alla *governance* dei FIA contenuti nel portafoglio di gestione avviene quando ritenuto opportuno per ottimizzare la tutela dell’investimento in ottica di trasparenza; inoltre la Fondazione preserva il proprio diritto di rappresentanza/diritto di voto su ciascun investimento e valuta gli interventi in ottica di *stewardship*.

Sono inoltre previsti *report* mensili di monitoraggio investimenti ed analisi di valore relativo – comparativo tra gestori e analisi di *look-through* per classificazione a *risk-factor* degli investimenti e valutazioni *risk-adjusted return*.

## Caratteristiche “Investimento nell’economia reale italiana” - Caso 1

- *Asset Class/strategia*: infrastrutture
- *FIA/GEFIA/ Gestore delegato*: F2i SGR
- *Durata FIA/Mandato di gestione*: 15 anni (salvo estensioni)
- *Data di sottoscrizione*: Luglio 2018
- *AUM sottoscritto/AUM richiamato /AUM conferito in gestione*: € 200 milioni/richiamato € 150 milioni
- *Partecipazione alla governance*: sì, anche tramite partecipazione al capitale della SGR.
- *Rendimento target (prospettico da documentazione/al momento della scelta di investimento)*: IRR 8-10% con distribuzione annua (dividendi) al 5%
- *Ultimo rendimento disponibile*: distribuzione in linea con le attese
- *Look through*: sì, anche se la rilevanza del *look-through* è massimizzata nelle iniziative di investimento mobiliare.
- *Periodicità valorizzazione*: trimestrale
- *Regime dei costi*: in linea al mercato.
- *Indicare se si sono ottenute agevolazioni fiscali o se vi è la possibilità di beneficiarne*: si considerato il residuo disponibile relativamente al 5% di agevolazione previsto nella legge di bilancio 2016.

## Commenti Generali

È necessario evitare che l’investimento in economia reale – ai fini dell’impostazione di politiche di incentivo fiscale finalizzate a sostenere la crescita del Paese – sia visto come esclusivo supporto del settore bancario e/o delle PMI ma, al fine di armonizzare obiettivi di crescita economica del Paese ed obiettivi di sostenibilità/solvibilità degli schemi pensionistici, includa anche e soprattutto il settore delle infrastrutture (in senso ampio).

### 5.3 Le Casse dei Liberi Professionisti a supporto dell'economia del Paese

*Dott. Alfredo Granata, Direttore Patrimonio INARCASSA*

*La mission delle Casse di Previdenza verso le rispettive platee di riferimento costituisce la loro peculiarità di azione, ma l'ampia visione di investimento delle stesse porta a ricadute sull'economia reale a prescindere dalle specifiche professioni. Ne abbiamo parlato con Alfredo Granata, Direttore del Patrimonio Inarcassa.*

L'investimento a sostegno dell'economia reale, oltre che attraverso il diffuso utilizzo di titoli di Stato, si realizza anche tramite strumenti definiti spesso "alternativi". A tale definizione si affianca anche la caratteristica di illiquidità di tali strumenti che, in prima battuta, potrebbe rendere difficoltosa la loro valutazione all'interno del profilo rischio rendimento di un investitore previdenziale quali le Casse di Previdenza. **Come inserire allora nell'asset allocation questi strumenti** senza impattare sulla solidità degli Enti? **Il Dott. Alfredo Granata, Direttore del Patrimonio di Inarcassa**, ci racconta come la Cassa ha investito nell'economia reale italiana.

*Inarcassa è stata una delle prime Casse di Previdenza a investire in economia reale del Paese; secondo voi, soprattutto in un contesto macroeconomico come quello attuale, quanto è importante anche alla luce del compito previdenziale che dovete svolgere, coniugare la ricerca di nuove fonti di rendimento ed essere di supporto allo sviluppo del Paese?*

Nel corso degli ultimi anni **è aumentata la necessità di ricercare fonti alternative di reddito**, considerata la sempre più scarsa redditività nominale offerta dalle componenti obbligazionarie che, per ragioni di rischiosità più contenuta, continua comunque a costituire una parte prevalente dei portafogli istituzionali. Al contempo, a seguito delle forti restrizioni al credito concesso dagli istituti bancari, sono aumentate le sollecitazioni al mondo degli investitori istituzionali per contribuire, con parte delle loro risorse, al finanziamento dell'economia. Inarcassa già da tempo ha assunto tali iniziative. E, nonostante il non sempre brillante risultato abbia destato in passato negli organi di Vigilanza qualche invito alla prudenza, **continua a investire in tali iniziative in misura coerente con il profilo di rischio complessivo del patrimonio**. La ricerca di tali fonti alternative di reddito deve comunque **inserirsi in un processo di costruzione del portafoglio che tenda a privilegiare oltre agli aspetti reddituali di lungo periodo, gli elementi di diversificazione e di decorrelazione con gli asset più rischiosi**. Due aspetti da considerare sempre sono il grado di liquidabilità, che non deve essere assoluto ma coerente con l'intera struttura del portafoglio e la redditività che deve essere il più possibile costante nel tempo per assicurare ritorni pensionistici stabili e non creare grosse discontinuità nelle prestazioni. Resistenze all'investimento dettate da una presunta eccessiva rischiosità dello strumento illiquido celano solo la difficoltà nel misurare, per tali *asset*, i canonici parametri valutativi adottati per le *asset class* liquide. La quota destinata agli *asset* reali italiani è già molto significativa all'interno del patrimonio e la sua composizione è stata concepita in modo da non stravolgere il profilo di rischio/rendimento del portafoglio. L'eventualità di aumentare tale quota non può non considerare l'inevitabile aumento del profilo di rischio del patrimonio. **L'incentivo fiscale può essere un elemento di stimolo** (Inarcassa ha utilizzato tale opportunità sia nella versione normativa del 2015 che in quella più recente del 2017), **ma non certo il presupposto per incrementare l'investimento in tali asset**.

*Entrando nel dettaglio della vostra attività, verso quali strumenti vi siete diretti per effettuare investimenti in economia reale e che peso ricoprono all'interno del vostro portafoglio?*

Secondo un processo di selezione che segue le migliori pratiche di mercato sono state deliberate nel tempo numerose iniziative di investimento. Inarcassa detiene infatti partecipazioni nelle maggiori società italiane quotate che costituiscono la spina dorsale del settore infrastrutturale del Paese: Enel, Eni, Snam, Terna, Leonardo, Fincantieri, Italgas, etc. per un controvalore pari a circa il 7% del patrimonio. Sul fronte degli investimenti in strumenti di *private equity e venture capital*, fin dal 2001 tale *asset class* è entrata a far parte stabilmente dell'AAS. Il profilo commissionale e la ridotta entità delle risorse effettivamente investite rispetto a quelle messe a disposizione inducono a valutare con molta attenzione tale *asset*. La Cassa ha inoltre effettuato investimenti in infrastrutture che, per il loro carattere di scarsa correlazione con gli *asset* quotati, consentono di conseguire ritorni reddituali stabili nel tempo. Nel 2009 ha sottoscritto quote del primo fondo F2i, intervenendo in misura significativa nel 2013 anche nel secondo e nel 2017 anche nel terzo. A ciò va aggiunto l'investimento in Arpinge SPA, in attuazione di quanto iniziato a studiare nel 2011. Inoltre Inarcassa ha sfruttato, fin da quando si sono presentate sul mercato, le opportunità di investimento in strumenti di debito di piccole e medie imprese (*loans e mini-bonds*), sottoscrivendo quote di fondi specializzati. Tutto ciò senza dimenticare l'investimento nel capitale sociale della Banca d'Italia per 225 milioni, il continuo apporto al settore immobiliare domestico e ovviamente il finanziamento del debito pubblico italiano.

*Poiché tali investimenti richiedono coerenza con la struttura interna e con il profilo di rischio/rendimento scelto, quanto conta avere una governance che possa incidere sulle scelte del gestore?*

Molto. Infatti, come già detto, occorre necessariamente contemperare la ricerca di tali fonti alternative di reddito (caratterizzate da aspetti reddituali di più lungo periodo), con gli elementi fondamentali per una costruzione ottimale del portafoglio ovvero la diversificazione e decorrelazione con gli *asset* più rischiosi. Gli aspetti da considerare sono dunque molteplici. **La prima riflessione non può che essere riferita alla caratteristica di liquidabilità**, che necessariamente dovrà trovare coerenza con l'intera struttura del portafoglio e non in assoluto; l'investimento in strumenti illiquidi, con profili di rischiosità maggiori, non può dunque incontrare resistenze di realizzazione per la difficoltà di applicazione dei parametri valutativi adottati per le tradizionali *asset class* "più" liquide. **In secondo luogo, la redditività deve essere il più possibile costante nel tempo per assicurare ritorni pensionistici stabili e non creare discontinuità nelle prestazioni da erogare.** Il terzo punto trova sostanza **nella chiara e puntuale analisi dei profili dei costi degli strumenti di investimento alternativi**, che evidentemente potranno differire dai tradizionali. Ultima, ma non per importanza, **una solida governance** che dimostri capacità di controllo e di monitoraggio delle iniziative da intraprendere.

*Ritenete necessaria una qualche forma di richiesta, a livello di investitori istituzionali, verso politica e legislatore per incentivare il ruolo di finanziatori dell'economia reale del Paese?*

Riteniamo solo che **venga una volta per tutte riconosciuto il ruolo importante di investitore istituzionale** alla pari delle Imprese di Assicurazione, dei Fondi Pensione complementari e delle Fondazioni bancarie e che dunque la disciplina normativa, che legittimamente dovrà trovare un momento di rinnovamento riguardo il controllo delle Casse Previdenziali, consenta un coerente svolgimento di tale ruolo.

<b>Caratteristiche dell'investitore: INARCASSA</b>	
Tipologia di appartenenza	Cassa di previdenza
Anno di costituzione/Istituzione	1958
Tipologia di destinatari/partecipanti	Ingegneri ed architetti
AUM	€10,1 miliardi
<b>Overview generale degli "Investimenti in economi a reale italiana"</b>	
Elenco degli "Investimenti in economia reale italiana"	<p>Gli investimenti Italia rappresentano c.a. il 40% del patrimonio di Inarcassa.</p> <p>Si riporta di seguito il dettaglio degli Investimenti Italia (in milioni di euro), suddivisi per asset class:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Immobiliare: €1.395 mln (13,4%)</li> <li>• Obbligazionario: €966 mln (9,3%)</li> <li>• Azionario: €750 mln (7,2%)</li> <li>• Alternativi: €476 mln (4,6%)</li> <li>• Monetario: €592 mln (5,7%)</li> </ul> <p>In particolare, gli investimenti di Inarcassa in società italiane (capitale e credito) rappresentano oltre il 13% del patrimonio:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• il <b>comparto azionario</b> è composto da titoli di società quotate quali Terna (15,4%), Eni (12,8%), Enel (12,6%), Snam (10,5%), Intesa San Paolo (9,3%), Atlantia (7,1%), Italgas (6%), Fincantieri (5%), Leonardo (4%), Mediolanum (3%), Altro (15%);</li> <li>• il <b>comparto alternativi</b> è composto da Banca d'Italia (47%), F2i (26,6%), Arpinge (6,8%), Fondi di private equity (8,8%), Fondi di private debt (2,5%), SPAC Innova Italy (2,2%) e Pedemontana Veneta (6,2%). Per ulteriori dettagli si rimanda al box "Caratteristiche investimento nell'economia reale italiano"</li> <li>• Il <b>comparto immobiliare</b> è composto da 4 Fondi <i>core, core-plus</i> (97,3%) di cui gran parte costituita dal fondo riservato con Inarcassa unico quotista; 3 Fondi di sviluppo (0,9%); 2 Fondi che investono in RSA (0,4%); 2 Fondi NPL con garanzia ipotecaria (1,4%).</li> </ul>
Peso % degli "Investimenti in economia reale italiana" rispetto all'AUM totale	40%

## Motivazioni generali degli “Investimenti in economia reale italiana”

Nel corso degli ultimi anni è aumentata la necessità di ricercare fonti alternative di reddito, considerata la sempre più scarsa redditività nominale offerta dalle componenti obbligazionarie che, per ragioni di rischiosità più contenuta, continua comunque a costituire una parte prevalente dei portafogli istituzionali.

Al contempo a seguito delle forti restrizioni al credito concesso dagli istituti bancari, sono aumentate le sollecitazioni al mondo degli investitori istituzionali per contribuire, con parte delle loro risorse, al finanziamento dell'economia.

Inarcassa già da tempo ha assunto tali iniziative e, nonostante il non sempre brillante risultato abbia destato in passato negli organi di Vigilanza qualche invito alla prudenza, Inarcassa continua ad investire in tali iniziative in misura coerente con il profilo di rischio complessivo del patrimonio.

## Milestones

- Gli investimenti in economia reale Italia sono effettuati prevalentemente in via diretta, mediante acquisto di titoli azionari o di debito, sottoscrizione di fondi di *private equity* o *debt*, partecipazione diretta nelle società di gestione.
- Le scelte di investimento seguono le direttive dell'*asset allocation*.

## Governance del Processo di Investimento

La ricerca di fonti alternative di reddito deve inserirsi in un processo di costruzione del portafoglio che tenda a privilegiare oltre agli aspetti reddituali di lungo periodo, gli elementi di diversificazione e di decorrelazione con gli *asset* più rischiosi.

Gli aspetti da considerare sempre sono:

1. il grado di liquidabilità, che non deve essere assoluto, ma coerente con l'intera struttura del portafoglio. Resistenze all'investimento dettate da una presunta eccessiva rischiosità dello strumento illiquido celano solo la difficoltà nel misurare, per tali *asset*, i canonici parametri valutativi adottati per le *asset class* liquide;
2. la redditività, che deve essere il più possibile costante nel tempo per assicurare ritorni pensionistici stabili e non creare discontinuità nelle prestazioni;
3. il profilo dei costi degli strumenti di investimento alternativi;
4. la capacità di controllo e di monitoraggio delle iniziative (*Governance*).

La Direzione Patrimonio (DP) revisiona periodicamente la politica di investimento e formula proposte al CdA riguardo alle eventuali modifiche che si rendessero necessarie. In particolare, la DP seleziona, analizza, valuta e propone al CdA strategie di investimento e di strumenti finanziari gestiti e, nei limiti dell'*asset allocation*, esegue e monitora le operazioni di investimento conseguenti alle deliberazioni del CdA, nel rispetto delle autorizzazioni, delle norme di legge e regolamentari.

Il Consiglio di Amministrazione è l'unico organo deputato alla deliberazione degli investimenti.

## Caratteristiche “Investimento nell’economia reale italiana” - Casi

### Investimenti in società italiane (capitale e credito) non quotate:

**Caso 1 - F2i + Arpinge** (173 mln € già investiti a fronte di circa 265 mln € di impegni sottoscritti): iniziative infrastrutturali prevalentemente *brown-field* nel settore idrico, aeroportuale, distribuzione gas, autostrade, energie rinnovabili, trasporti, sistema dei pagamenti. È nota la partecipazione ai veicoli F2i da parte di CDP.

**Caso 2 – Fondi di *private equity***: Questa componente (46 mln € già investiti a fronte di circa 264 mln € di impegni sottoscritti) è distribuita in:

- a) **12 veicoli** (FIA) che hanno effettuato investimenti in partecipazioni azionarie in 43 aziende non quotate appartenenti ai seguenti settori:
- *Manifatturiero/Moda*
  - *Sistemi di pagamento*
  - *Energie rinnovabili*
  - *Alimentari*
  - *Macchinari per industrie tessibili*
  - *Hi tech*
  - *Igiene personale/cura della casa*
  - *Elettronica*
  - *Macchine e motori elettrici*
  - *Green economy*
  - *Farmaceutico*
  - *E-commerce/Media*
  - *Media*
  - *Logistica*
- b) Un investimento in **1 veicolo** dedicato alle imprese in ristrutturazione (compartecipato con **CDP**)
- c) Un investimento in **1 veicolo** di *venture capital* gestito da **FII** che sta alimentando circa 80 iniziative di *start-up*.

**Caso 3 – Fondi di *Private Debt***: Questa componente (13 mln € già investiti a fronte di circa 77 mln € di impegni sottoscritti) è distribuita in 7 veicoli (FIA), tutti compartecipati da **FII** e uno anche da **CDP**, in emissioni obbligazionarie di circa 30 aziende non quotate con fatturato indicativamente inferiore ai 300 mln € e appartenenti agli stessi settori di cui sopra.

### Commenti Generali

La quota destinata agli *assets* reali italiani è già molto significativa all’interno del patrimonio e la sua composizione è stata concepita in modo da non stravolgere il profilo di rischio/rendimento del portafoglio.

L’eventualità di aumentare tale quota non può non considerare l’inevitabile aumento del profilo di rischio del patrimonio.

Il solo tema delle agevolazioni fiscali, la cui applicazione peraltro continua ad essere esposta a disincentivi operativi, non può costituire dunque l’unico presupposto per destinare ulteriori risorse verso gli *assets* reali italiani.

## 5.4 Fondi pensione, risorse e strumenti per investire in economia reale

*Dott.ssa Teresa Greco, Presidente Fondo Pensione B.R.E. Banca*

*L'inserimento in portafoglio di strumenti alternativi per investire in economia reale richiede davvero specifiche competenze degli organi decisionali degli investitori? Ne abbiamo parlato con Teresa Greco, Presidente del Fondo B.R.E. Banca*

Il contesto economico-finanziario che ha contraddistinto gli ultimi anni, in Italia come in Europa, con tassi bassi su molte delle componenti obbligazionarie detenute in portafoglio dai fondi pensione, probabilmente subirà un cambiamento. Guardare allora ad *asset* alternativi più illiquidi può non solo portare rendimento aggiuntivo e inserire nell'*asset allocation* strumenti decorrelati con i mercati tradizionali, **ma allo stesso tempo contribuire al rilancio dell'economia nazionale**. Abbiamo intervistato la **Dott.ssa Teresa Greco, Presidente del Fondo B.R.E. Banca**, per capire come i prossimi scenari influenzeranno le decisioni degli investitori istituzionali italiani.

*Che tipo di lavoro è stato effettuato presso gli organi decisionali del fondo per dare loro gli strumenti utili ad approcciare gli investimenti in economia reale?*

Nel 2014, in relazione alla costante correlazione riscontrata negli ultimi anni nei mercati finanziari la Funzione Finanza del Fondo ha posto al Consiglio il tema del possibile affiancamento agli *asset* tradizionali di eventuali investimenti alternativi (ad esempio, investimenti immobiliari, di *private equity*, di *private debt*, *minibond*, ecc.) anche alla luce dell'entrata in vigore del *D.M. 166 del 2 settembre 2014*, che norma i limiti e i criteri di investimento delle risorse dei fondi pensione. Si è quindi resa necessaria per una maggiore sensibilizzazione sul tema, l'attivazione di una specifica sessione formativa sull'argomento, indirizzata ai consiglieri, nella quale venissero in particolare esplicitate, oltre a un sintetico richiamo alle caratteristiche di tali forme alternative di investimento, le inerenti implicazioni normative e di responsabilità a carico degli organi di amministrazione del fondo. Pertanto, in relazione alla menzionata necessità di pervenire alle migliori e più efficienti scelte gestionali, è stata condivisa con i diversi fondi del Gruppo UBI la proposta di una giornata formativa, tenuta da un docente universitario e **volta all'illustrazione dei diversi strumenti finanziari alternativi** con l'obiettivo, nel prosieguo, di portare ai propri Consigli di Amministrazione proposte di investimenti nell'economia reale. Successivamente, la giornata formativa è stata reiterata dal Fondo B.R.E. Banca in occasione dell'insediamento dei nuovi organi di amministrazione e controllo.

*Avete optato per inserire gli investimenti alternativi all'interno di preesistenti mandati o avete preferito effettuare l'investimento in modo diretto?*

Nel corso del 2015 il Consiglio di Amministrazione, su proposta della Funzione Finanza, aveva aggiornato il Documento sulle Politiche di Investimento con una sostanziale modifica dei comparti bilanciati derivante dall'abbandono dei tradizionali *benchmark* di riferimento optando per obiettivi di rendimento pari a inflazione più uno *spread* diverso linea per linea e approdando a una gestione maggiormente flessibile anche attraverso l'inserimento nelle linee Prudente ed Equilibrata di strumenti alternativi di debito nella misura massima, rispettivamente, del 10% e 5%. Sotto il profilo gestionale, non attivando la gestione diretta, il fondo aveva verificato con il gestore dei due comparti la disponibilità a inserire nei rispettivi mandati gli investimenti selezionati dal fondo e condivisi con lo stesso gestore. Le scelte dei nuovi strumenti sono state effettuate entro l'anno consentendo al fondo di accedere alla richiesta del credito di imposta del 9% previsto dalla normativa in vigore in

quell'anno. In occasione dell'ultimo aggiornamento del Documento sulla Politica di Investimento effettuato nel corso del 2018 il Fondo, **confermata la scelta gestionale di investimento nell'economia reale attraverso l'utilizzo di strumenti alternativi per garantire una maggiore diversificazione e flessibilità gestionale**, ha valutato positivamente il protocollo n. 431 del 24/1/2018 della COVIP relativo alla possibilità di adozione parziale della gestione diretta. Pertanto, verificata l'adeguatezza dello Statuto, ha deliberato di procedere con la gestione diretta delle risorse già destinate agli strumenti alternativi presenti nelle linee Prudente ed Equilibrata, **scelta motivata soprattutto dall'obiettivo di contenimento dei costi di gestione**. Nel prosieguo, il Consiglio non esclude la possibilità di inserimento di tali strumenti anche nel comparto Dinamico.

*Quanto è importante avere una struttura interna adeguata che possa effettuare un corretto e puntuale monitoraggio dell'investimento e che riporti costantemente le analisi al CDA?*

Per poter dare una puntuale rendicontazione sugli investimenti in economia reale la Funzione Finanza, composta da tre Amministratori, mensilmente effettua un attento monitoraggio dei singoli investimenti, segue il loro andamento finanziario, esamina periodicamente il *look through* ed evidenzia il risultato della verifica nella relazione inerente ciascun comparto sottoposta ad ogni riunione degli organi di Amministrazione e Controllo, per la quale il Consiglio aveva stabilito una ricorrenza almeno trimestrale.

*Ci racconta qualche numero relativo al peso percentuale che gli investimenti in economia reale ricoprono all'interno del vostro portafoglio e se (e come) si è modificato nel tempo?*

Gli investimenti nell'economia reale gestiti in forma diretta rispetto all'*AUM* totale **avevano al 30 giugno 2018 un peso pari al 2,55%**. Nei due comparti di riferimento (Linea Prudente ed Equilibrata) pesavano rispettivamente per il 7,80% e per il 3,80% del NAV del comparto. Recentemente tali percentuali, a seguito di un ulteriore richiamo relativo al *minibond Zenit* - presente in entrambi i comparti - e della sottoscrizione della *Sicav di Partner Group* in sostituzione di quella di *Lyxor*, il peso si è incrementato rappresentando a oggi il 9,14% e il 4,18% del patrimonio dei rispettivi comparti. In futuro, non si esclude che il Consiglio possa optare per inserire anche nella Linea Dinamica investimenti in economia reale gestiti, anche in questo caso, in forma diretta.

*Visto l'orizzonte temporale di lungo periodo di tali investimenti e i relativi ritorni, quanto possono rappresentare un valore aggiunto per il pagamento delle prestazioni e quali le possibili difficoltà nella valorizzazione della quota degli aderenti dovuta alla meno frequente valutazione della posizione di questi investimenti?*

A oggi la scelta del Fondo B.R.E. Banca è rappresentata da strumenti che, per loro natura, hanno una valorizzazione NAV che consente di pervenire a un puntuale valore quota mensile. Qualora il NAV venisse fornito solo trimestralmente il Fondo si riserva di richiedere alla società un *soft NAV* mensile utile per la contabilità degli attivi gestiti. Per una valorizzazione più coerente dei valori quota con il *mark to market* il Fondo inoltre stima, nell'intervallo tra uno stacco cedola e l'altro, il relativo rateo in modo da non penalizzare/favorire gli apporti e gli smobilizzi effettuati nel periodo di riferimento.

*I fondi pensione hanno ancora un'esposizione molto limitata a questi investimenti. Voi che potete sicuramente rappresentare un caso cui guardare, cosa potreste consigliare a chi decidesse di approcciarsi agli investimenti alternativi per il finanziamento dell'economia reale italiana?*

La limitata esposizione dei Fondi Pensione in investimenti in economia reale alternativi ai tradizionali *asset* in parte dipende dalla normativa che in passato non consentiva tali scelte, **né soprattutto la gestione diretta**. In ogni caso, tenuto conto che il *DM 166* consente sin dal 2014 di allargare le scelte gestionali, ritengo che **i fondi non abbiano colto l'opportunità di andare verso una maggiore diversificazione dei portafogli**, seppur con un occhio vigile al "rischio" incorporato in tali *asset*. L'esperienza del Fondo B.R.E. Banca è passata attraverso **una fase formativa degli organi di amministrazione**, ritenuta necessaria e soprattutto proficua in quanto la *governance* e le responsabilità delle scelte gestionali rimangono in ogni caso in capo al Consiglio di Amministrazione.

<b>Caratteristiche dell'investitore: B.R.E. Banca</b>	
Tipologia di appartenenza	Fondo Pensione Preesistente
Anno di costituzione/Istituzione	Accordo sindacale luglio 1998 relativo alla trasformazione dei due vecchi Fondi ex CRC ed ex BML nel nuovo Fondo Brebanca operativo da 1.10.1998 ed iscritto all'Albo COVIP n. 1626
Tipologia di destinatari/partecipanti	Associati -> Dipendenti ed ex dipendenti Brebanca Iscritti -> Familiari di Associati
AUM	Tre linee in gestione finanziaria con mandati con <i>obiettivo di rendimento/total return</i> (non più a <i>benchmark</i> ) per un totale di 130,145 milioni di Euro e una in gestione assicurativa per 71,834 milioni di euro al 30 giugno 2018
<b>Overview generale degli "Investimenti in economi a reale italiana"</b>	
Elenco degli "Investimenti in economia reale italiana"	<i>Sicav</i> <i>Minibond</i>
Peso % degli "Investimenti in economia reale italiana" rispetto all'AUM totale	Peso % sull'AUM totale pari al 2,55%. Peso % sul comparto di riferimento pari al 7,80% e al 3,80% rispettivamente per la Linea Prudente e per quella Equilibrata. Non presenti alla data sulla Linea Dinamica.
<b>Motivazioni generali degli "Investimenti in economia reale italiana"</b>	
<p>Il Fondo B.R.E. banca già nel 2015 aveva valutato positivamente la possibilità (data dal <i>DM 166/2014</i>) di investimenti da parte dei fondi pensione nell'economia reale.</p> <p>Pertanto rendendosi necessaria la modifica al DPI, con delibera del 20 novembre 2015 il Consiglio di Amministrazione aveva stabilito per le linee Prudente ed Equilibrata i limiti di investimenti limitandosi alla data, agli strumenti alternativi di debito (per maggiore liquidabilità dello strumento, per minore durata dell'investimento e per costi/benefici ritenuti più interessanti rispetto ad altri strumenti) fissando anche nelle convenzioni di gestione le seguenti misure massime:</p> <p><b>Linea Prudente:</b> 10% dell'intero portafoglio della linea,  <b>Linea Equilibrata:</b> 5% dell'intero portafoglio della linea.</p> <p>Con la collaborazione dei gestori e del consulente finanziario è stata effettuata la selezione che ha portato inizialmente alla scelta di Zenit Sgr, Arca Sgr e Lyxor, scelta peraltro con ampia diversificazione del <i>target</i> delle aziende finanziate. A seguito della decisione di smobilizzo della <i>sicav</i> di Lyxor, la selezione effettuata ha portato alla scelta dello strumento proposto da Partners Group.</p> <p>Sugli importi richiamati nel 2015 il fondo ha potuto beneficiare del credito di imposta del 9% così come nel 2016 sugli ulteriori richiami effettuati dalla società Zenit.</p> <p>Il DPI del Fondo è stato ulteriormente modificato: in particolare nel corso del 2018 a seguito della circolare COVIP relativa alla gestione diretta, il Consiglio del Fondo ha optato per la gestione diretta degli strumenti che investono nell'economia reale, essenzialmente per un maggior contenimento dei costi e per una maggiore confrontabilità delle performance dei mandati di gestione (va evidenziato che il patrimonio di ciascun comparto è affidato a due gestori).</p>	

## Milestones

Il Consiglio sia nel 2015, sia successivamente ad ogni aggiornamento del DPI, ha potuto constatare, tenuto conto dell'orizzonte temporale al pensionamento del collettivo, che *l'asset allocation strategica* consentiva investimenti con maggiore durata e diverso profilo di rischio rispetto agli altri strumenti tradizionali. Dopo approfondimenti e confronti, ha optato inizialmente per gli strumenti alternativi di debito dapprima inseriti nei mandati di gestione delle linee Prudente ed Equilibrata e dal 2018 gestiti direttamente. Il Consiglio si è riservato di valutare analoga scelta per la Linea Dinamica. La Funzione Finanza almeno trimestralmente relaziona al Consiglio sull'andamento degli investimenti nell'economia reale gestiti direttamente.

## Governance del Processo di Investimento

Le decisioni sono prese dal Consiglio di Amministrazione del Fondo, sentito il parere del consulente e fatte le verifiche di AAS riportate nel DPI. Il passaggio alla gestione diretta ha comportato una verifica di adeguatezza dello Statuto, l'aggiornamento del DPI, della Nota Informativa e delle disposizioni interne a riguardo dei controlli.

In particolare la Funzione Finanza intrattiene i rapporti con le società e in tutti i Consigli dando informazioni sulla gestione finanziaria ed assicurativa, informa sull'andamento degli strumenti alternativi gestiti direttamente. Inoltre la selezione dei FIA avviene con assistenza del consulente delle società che offrono gli strumenti di interesse del Fondo. I gestori sono dunque impegnati a fornirci mensilmente il NAV e trimestralmente il *look through* degli strumenti anche ai fini delle Segnalazioni di Vigilanza.

Società	Zenit SGR S.p.A.	Lyxor
Denominazione prodotto	Progetto Minibond Italia Classe "A"	Lyxor European Senior Debt V
Durata	31/12/2022	30/11/2023
Proroga durata		
Eventuale Grace Period	18 mesi	24 mesi
Termine investimento	31/12/2018	30/11/2016
Raccolta totale	100 mln. euro	> 30 mln.
Data primo closing	1/11/2014	
Data ultimo closing	31/7/2016	30/11/2016
Importo minimo sottoscrizione	2,5 mln. euro	125000 euro
Periodicità calcolo valore quota	Trimestrale	Mensile
Comm. Gestione (Classe B) (su importi richiamati)	0,840%	0,50%
Comm. Advisory e di set up (Classe B) (su importi richiamati)	0,485%	0,15%
Comm. Performance	12% del surplus rispetto al 2,46%	Non previste
Tipologia distribuzione proventi	Amortizing	Amortizing
Rendimento medio annuo dichiarato	5,50%	Euribor 3M + 5%
Frequenza distribuzione proventi	Annuale	Trimestrale
Restituzione del capitale investito	Dal 3° anno	Possibilità di uscita dopo il primo anno al valore del NAV
Fatturato aziende target	Da 5 a 200 mln.	Da 40 mln.
Dipendenti aziende target	< 250	Grande diversificazione
Durata max emissione minibond/loan europei	N/D	6 anni
Taglio medio singola emissione	Tra 1 e 35 mln.	Grande diversificazione: da 0 a 150 mln. 4%; da 150 a 1000 80%; oltre 1000 16%

## 5.5 Strumenti “alternatives” a sostegno dell’economia reale

Dott. Giuseppe Pagliarani, Direttore Generale **Fondo Pensione Byblos**

*L’utilizzo di strumenti alternativi risulta essere particolarmente adatto per investitori qualificati nel sostenere l’economia reale del Paese: ne abbiamo parlato con **Giuseppe Pagliarani, Direttore Generale Fondo Pensione Byblos.***

I Fondi Pensione entrano di diritto all’interno di coloro che vengono definiti investitori qualificati. La direttiva comunitaria IORP II incrementerà probabilmente la tendenza già in atto di ampliare le strutture interne facendo in modo di aumentarne le competenze. Ciò consentirà di approcciare direttamente l’investimento in prodotti più complessi, meno liquidi, con differenti caratteristiche rispetto ai tradizionali e sostenere l’economia nazionale. Ecco cosa ne pensa il **Dott. Giuseppe Pagliarani, Direttore Generale del Fondo Pensione Byblos** che ha da poco intrapreso questo percorso.

***Quale è stata per il vostro fondo la motivazione o l’obiettivo principale che vi ha spinto a intraprendere il percorso di investimento nell’economia reale del Paese?***

Byblos – come tutta l’industria previdenziale – ha dovuto fronteggiare un **problema di mismatching tra esigenze finanziarie e rendimenti offerti dalle asset classes in portafoglio**. Alla fine del 2017, le attività detenute dai fondi pensione in titoli di debito ammontavano complessivamente a oltre 70 miliardi di euro. I rendimenti offerti da quest’*asset class* (prossimi allo 0), hanno indotto gli investitori a ricercare prodotti più redditizi. Per far fronte a ciò, Byblos ha allocato una % del patrimonio del comparto Bilanciato in *alternatives*. Infatti gli investimenti alternativi rappresentano **un asset class con caratteristiche differenti dagli investimenti tradizionali** e risultano essere particolarmente idonei per gli investitori qualificati in quanto presentano decorrelazione dai mercati tradizionali, un maggior rendimento dovuto ad un più elevato **premio d’illiquidità**, una volatilità tutto sommato contenuta.

Per decisione strategica dunque, **una percentuale degli asset alternativi è stata designata a prodotti italiani**, in particolare attraverso **un fondo di private debt per l’erogazione di credito verso PMI italiane e un altro fondo che finanzia le stesse acquistando i crediti vantati nei confronti di grandi aziende**. Tali investimenti sono stati inseriti all’interno del comparto Bilanciato di Byblos e rappresentano 1,2% dell’AUM totale e 1,5% del comparto stesso.

***Visti anche i nuovi cambiamenti politici, risulta chiara la direzione verso cui convogliare le risorse per supportare il Paese, ad esempio sostenendo direttamente le PMI o tramite il tradizionale canale di acquisto del debito pubblico?***

Tenendo in considerazione l’opacità del contesto politico italiano, nonché la poca chiarezza della manovra finanziaria proposta, Byblos ha effettuato le sue scelte strategiche non tenendo in considerazione questo aspetto.

***C’è stata una determinata asset class verso cui avete diretto le vostre preferenze per investire in strumenti alternativi?***

Byblos ha effettuato il suo primo investimento diretto in alternativi di debito. Questi prodotti sono caratterizzati da un rendimento medio-basso (ma stabile), una *j-curve* poco pronunciata e

distribuzioni frequenti. Date le connotazioni del prodotto molto vicino all'obbligazionario, si è ritenuto iniziare il percorso di investimenti diretti con questa tipologia di prodotti.

*Secondo la vostra esperienza, il livello di offerta di prodotti alternativi coerenti con la vostra mission è sufficientemente ampio o necessità ancora di un percorso di crescita?*

L'efficacia dei prodotti alternativi per gli investitori istituzionali è largamente riconosciuta. Sta di fatto che va considerato che l'offerta dei prodotti italiani è poco competitiva se confrontata con prodotti *global*. Mostrano infatti ancora una minore diversificazione e un rendimento aggiustato per il rischio meno favorevole.

*La regolamentazione verso i fondi pensione è volta chiaramente al contenimento del rischio proprio per la sua connotazione previdenziale; ritenete auspicabile un ulteriore sforzo da parte del legislatore per semplificare il processo di investimento a sostegno dell'economia reale nazionale?*

La normativa nel corso degli anni ha iniziato un percorso di apertura nei confronti degli alternativi, rendendo più snello il processo di investimento. Piuttosto, sarebbe opportuno - a nostro avviso – un intervento fiscale che incentivi l'acquisto dei prodotti (si veda tassazione rendimenti al 20%).

<b>Caratteristiche dell'investitore: Byblos</b>	
Tipologia di appartenenza	Fondo Pensione Complementare
Anno di costituzione/Istituzione	1998
Tipologia di destinatari/partecipanti	<p>BYBLOS, costituito dalle Aziende e dai Sindacati, è il Fondo Pensione Complementare per i lavoratori dipendenti delle aziende Grafiche, Editoriali, della Carta e del cartone, Cartotecniche e Trasformatrici.</p> <p>Al Fondo possono iscriversi anche i lavoratori di:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• aziende industriali di Fotolaboratori;</li> <li>• aziende Videofonografiche;</li> <li>• aziende Aerofotogrammatiche;</li> <li>• aziende di Servizi per la Comunicazione d'Impresa;</li> <li>• SIAE;</li> <li>• Ecostampa Media Monitor;</li> <li>• SIPRA;</li> <li>• imprese appartenenti ai comparti della comunicazione e dello spettacolo.</li> </ul>
AUM	€ 821 milioni
Numero di comparti (se esistente struttura a comparti)	3
AUM dei singoli comparti e numero dei relativi partecipanti	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bilanciato: € 634 milioni</li> <li>- Dinamico: € 10 milioni</li> <li>- Garantito: € 177 milioni</li> </ul>
<b>Overview generale degli "Investimenti in economi a reale italiana"</b>	
Elenco degli "Investimenti in economia reale italiana"	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Fondo <i>Private Debt (Green Arrow)</i>: erogazione di credito <i>senior secured</i> a PMI italiane;</li> <li>2. <i>Supply Chain Fund (Groupama)</i>: Le imprese finanziate sono le PMI italiane che cedono al <i>Supply Chain Fund</i> i crediti vantati nei confronti delle grandi aziende.</li> </ol>
Comparti con "Investimenti in economia reale italiana"	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Comparto Bilanciato</li> </ul>
Peso % degli "Investimenti in economia reale italiana" rispetto all'AUM totale	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1,2%</li> </ul>
Peso % degli "Investimenti in economia reale italiana" rispetto agli AUM dei comparti interessati	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1,5%</li> </ul>

## Motivazioni generali degli “Investimenti in economia reale italiana”

L'attuale contesto macroeconomico, dove i rendimenti obbligazionari sono prossimi allo “0”, si è dovuto ripensare l'asset strategico dei nostri investimenti, per fronteggiare il rischio di *mismatching* tra esigenze finanziarie e rendimenti. A tal fine, si è provveduto a inserire nell'*asset allocation* prodotti alternativi di debito che contribuiranno ad aumentare la redditività. All'interno di questa tipologia di prodotti si è selezionato prodotti che intervenissero sull'economia italiana.

## Milestones

### Deliberazioni “chiave” assunte e da quale Organo

Il Consiglio di Amministrazione ha approvato e deliberato l'*asset allocation* proposta dalla Commissione finanza, decidendo di intervenire con la sottoscrizione dei prodotti alternativi con una gestione diretta.

### Modello di gestione attuato

Tradizionali (gestione indiretta), alternativi (gestione diretta).

### Come l'investimento è stato fatto rientrare nell'asset allocation, strategica e tattica

In fase di analisi di asset allocation del comparto bilanciato, è stata prevista una quota pari al 5% del comparto in prodotti alternativi di debito.

## Governance del Processo di Investimento

### Anno della modifica statutaria per la gestione diretta

2016

### Deliberazioni assunte a valle della modifica statutaria per dare attuazione alla stessa

Delibera del C.d.A., che ha impattato sul DPI e Nota Informativa e Comunicazione Periodica agli aderenti.

### Struttura organizzativa dell'investitore e procedure interne

È stata ampliata la Funzione Finanza, con l'assunzione di una risorsa *senior*. Sono state redatte procedure inerenti la sottoscrizione e il monitoraggio dei prodotti alternativi.

### Modalità di selezione del/i FIA

Bando di gara pubblico.

### Scelta strategica relativa all'eventuale partecipazione alla governance del FIA (si/no) e modalità di attuazione

Il Direttore Generale Giuseppe Pagliarani ricopre la carica di Presidente dell'*Investment Committee* del *Supply Chain Fund*.

### Reportistica periodica per controllo dell'investimento e per gli adempimenti informativi verso la vigilanza da parte dell'investitore

Il monitoraggio dei prodotti viene riportato nella Relazione Trimestrale che il Fondo redige per il C.d.A..

**INVESTIMENTODIRETTO IN PARTI DI OICR - Caratteristiche “Investimento nell’economia reale italiana” - Caso 1 (Green Arrow: *Private Debt Fund*)**

Comparto di riferimento

Bilanciato

Asset Class/strategia

Credito *senior secured*

FIA/GEFIA

*Private debt Fund / Green Arrow SGR*

Durata FIA

9 anni

Data di sottoscrizione

12/09/2018

AUM sottoscritto/AUM richiamato

€ 5 milioni / € 2 milioni

Partecipazione alla governance

N.D.

Rendimento target

5%

Ultimo rendimento disponibile

5,8%

Look through

Nella reportistica fornita dal FIA sono presenti le specifiche (rischio/rendimento) delle aziende alle quali viene erogato il credito

Periodicità valorizzazione

Semestrale

Regime dei costi

1% Cap. Investito

**INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR - Caratteristiche ‘Investimento nell’economia reale italiana’ - Caso 2 (Groupama: *Supply Chain Fund*)**

Comparto di riferimento

Bilanciato

Asset Class/strategia

Credito

FIA/GEFIA

*Supply Chain Fund / Groupama Asset Management*

Durata FIA

3 anni

Data di sottoscrizione

07/07/2017

AUM sottoscritto/AUM richiamato

€ 5 milioni/ € 5 milioni

Partecipazione alla governance

Investment Committee

Rendimento target

Euribor 3m + 200bp

Ultimo rendimento disponibile

1%

Look through

Nella reportistica fornita dal FIA sono presenti le specifiche (rischio/rendimento) delle aziende alle quali viene erogato il credito

Periodicità valorizzazione

mensile

Regime dei costi

0,8%; Cap. Investito

**Commenti Generali**

1. L'offerta di prodotti di debito del mercato italiano è limitata e composta da *players* di piccole dimensioni. Per tale motivo, la concorrenza di *players* internazionali - di dimensioni maggiori e con portafogli più diversificati - rappresenta una barriera alla collocazione dei prodotti italiani presso gli investitori istituzionali.
2. Essendo prodotti *buy & hold*, sono difficili da valutare *ex ante*.
3. I fondi pensione valorizzano la quota mensilmente. I prodotti FIA hanno valorizzazioni con diverse cadenze temporali. Questo ha rappresentato un elemento di riflessione su temi contabili.

## 5.6 I percorsi di co-investimento che fanno bene al Paese

*Dott. Alessandro Stori, Direttore Generale Fondenergia*

*Quattro Fondi Pensione Negoziali hanno intrapreso un percorso condiviso per giungere a investire una parte dei propri patrimoni in economia reale italiana: ne abbiamo parlato con Alessandro Stori, Direttore Generale Fondenergia.*

L'investimento in economia reale è spesso effettuato attraverso strumenti alternativi che richiedono valutazioni più complesse per analizzare l'esposizione al rischio, dove maggiore illiquidità e orizzonti di investimento di lungo periodo sono solo alcune delle caratteristiche da considerare. Per questo motivo, iniziative consortili dove fare massa critica e intraprendere percorsi formativi e di investimento condivisi possono essere tra le possibili soluzioni che soprattutto i Fondi Pensione Negoziali hanno a disposizione. All'orizzonte c'è più di un'iniziativa in tal senso, tra cui quella che, con il **Dott. Alessandro Stori, Direttore Generale di Fondenergia**, abbiamo voluto approfondire.

*Quattro Fondi Pensione Negoziali hanno intrapreso un percorso formativo di avvicinamento agli investimenti alternativi in economia reale: ci può spiegare come è nata questa idea e come si svolgerà il percorso di formazione?*

I quattro Fondi sono Fondenergia, GommaPlastica, Pegaso e Previmoda, quindi fanno riferimento a settori diversi. I rappresentanti dei lavoratori che siedono nei CdA dei Fondi appartengono però alla stessa categoria sindacale. L'idea, che ha preso il nome di "Progetto Iride", è nata **dall'esigenza comune di completare la gamma delle fonti di rendimento inserite nei nostri portafogli**, aggiungendo fonti alternative, decorrelate da quelle tradizionali, allo scopo di diversificare maggiormente gli attivi. Un po' come avere tutta la gamma dei colori dell'iride a nostra disposizione. Il percorso di formazione si è articolato, nel corso dell'estate, in quattro giornate: due di formazione sulle principali *asset class* alternative, effettuate con l'aiuto del nostro *advisor*, Prometeia Advisor Sim, e due incontri diretti con sette diversi operatori, attivi nelle 4 principali *asset class* (*private equity, private debt, real estate* e infrastrutture) sia a livello domestico che internazionale. Gli incontri, ai quali hanno partecipato consiglieri, sindaci e strutture dei Fondi che condividono il progetto, hanno avuto un taglio propriamente formativo e non sono stati finalizzati a illustrare le caratteristiche dei FIA delle rispettive case. Molti di loro, tra l'altro, non erano neanche in fase di raccolta.

*Quali sono le motivazioni che vi spingono ad avere un progetto comune e non investire singolarmente?*

Come Fondi Negoziali sappiamo che per approcciare il tema degli investimenti alternativi in economia reale è **necessario cambiare alcuni dei paradigmi che hanno caratterizzato sinora la nostra industria**. Primo fra tutti quello dei costi, che sono di un ordine di grandezza non comparabile con quelli cui siamo stati sinora abituati. Al contempo necessitavamo di un approccio graduale e improntato alla massima cautela. Per questo, abbiamo deciso di condividere i costi che un simile progetto determina, sia in fase di approccio iniziale, basti pensare alla selezione e alla *due diligence*, sia nelle successive fasi di implementazione dei presidi organizzativi per il controllo e il monitoraggio degli investimenti. Al tempo stesso, aumentare le risorse che mettiamo in campo con questo progetto significa aumentare il nostro "*pricing power*" sul versante delle commissioni. In questo ambito i Fondi Negoziali vantano una positiva esperienza che vale la pena di mantenere viva. Inoltre la comune

esigenza di accrescere le competenze dei soggetti decisorci ci ha spinto a intraprendere questa strada insieme.

*Ci può spiegare, anche in linea generale, come verrà eventualmente portato avanti il co-investimento? Ammontare singolarmente investito, percentuale sul totale dei patrimoni, gestione diretta o attraverso mandato?*

**Occorre ricordare che l'autonomia decisionale di ciascuno dei partecipanti non è in alcun modo intaccata dal progetto.** Non potrebbe essere altrimenti. Tuttavia, per poter procedere insieme è necessario un minimo di coordinamento. Un numero ristretto di soggetti lo facilita. In questo periodo i Consigli di Amministrazione dei Fondi partecipanti stanno decidendo sulle quote di patrimonio da investire e sulle modalità di implementazione degli investimenti, in pratica la terza fase del Progetto Iride. In linea di massima dovrebbe trattarsi di alcuni punti percentuali dei patrimoni dei Fondi interessati (dal 3% al 10% circa, a seconda del comparto), inizialmente con modalità d'investimento indiretta, senza escludere il ricorso anche a investimenti diretti in un secondo momento.

*Avete già individuato uno o più specifici settori di investimento cui vorreste rivolgere il vostro interesse?*

Anche qui siamo nel campo delle decisioni che vengono assunte in queste settimane e quindi è bene rispettare le autonomie dei singoli. Inoltre occorre che ciascun Fondo **analizzi attentamente il proprio profilo di liquidità e valuti l'impatto della presenza in portafoglio dei vari tipi di asset class alternative sui rendimenti del Fondo.** Orizzonti temporali diversi richiedono strumenti alternativi diversi. Sappiamo che la fase di costruzione di un portafoglio di investimenti alternativi è complessa dal punto di vista operativo e contraddistinta da contenuta redditività, che aumenterà nel tempo coerentemente con la natura di investimenti di lungo periodo. Il che giustifica ampiamente la gradualità della partenza, in particolare in periodi di rendimenti particolarmente bassi, se non negativi, come quello attuale.

Tornando alle singole *asset class*, per quanto ci ha mostrato la prima fase del progetto, quella di formazione, le *asset class* che maggiormente si adattano alle nostre esigenze sono il **private equity** e il **private debt**, senza escludere investimenti in **infrastrutture** per i comparti con orizzonti temporali più lunghi. Per quanto riguarda la connotazione geografica di questi investimenti dovrà essere ricercato in un *mix* adeguato tra domestico e non domestico in grado di rappresentare un buon compromesso, tra diversificazione e impulso all'economia domestica, come le esperienze internazionali insegnano.

*Il percorso da voi intrapreso è sicuramente un segnale importante per tutti gli investitori istituzionali italiani. Quali sono i consigli che vi sentireste di dare a chi come voi ha preso coscienza di voler investire in economia reale ma non si sente ancora preparato per farlo?*

Il primo consiglio da dare credo che sia “conosci te stesso”. Il punto di partenza deve essere cioè **un'approfondita analisi sul profilo della liquidità proprio dell'investitore e sull'evoluzione del suo patrimonio nel tempo.** Questa è stata la seconda fase del nostro progetto: ciascun Fondo, da solo o con l'aiuto dell'*advisor*, ha elaborato un modello da utilizzare per stimare i saldi previdenziali prospettici. Diciamo che l'orizzonte temporale sul quale indagarsi deve essere almeno di dieci anni,

ma per alcune delle *asset class* alternative (es. infrastrutture) occorre spingersi anche oltre. Non bisogna mai dimenticare che si sta cercando di portare a casa un premio d'illiquidità, che si tratta cioè di investimenti che si dispiegheranno in un arco di tempo elevato, senza la possibilità di cambiare percorso strada facendo. Il tasso di adesione attuale e quello prospettico è necessariamente il punto di partenza.

In secondo luogo, l'andamento delle prestazioni sarà fondamentale per capire l'evoluzione del patrimonio. Essendo complementari al primo pilastro, il quadro di riforme e "controriforme" al quale stiamo assistendo da diversi anni, generando incertezza sul momento di uscita del lavoratore dal sistema, non aiuta certo questo tipo di previsione. Occorre però aggiungere che la prospettiva di questo tipo di investimenti riguarda sicuramente i comparti più dinamici dove sono collocati gli aderenti più giovani, diciamo i soggetti nati dalla metà degli anni '70 in poi. Dato il minor tasso di sostituzione di primo pilastro di cui essi godranno, **i loro obiettivi previdenziali di secondo pilastro devono essere più sfidanti e richiedono quindi maggiori rendimenti.** Noi ce la stiamo mettendo tutta per poterglieli fornire in futuro. Da ultimo credo che prendere coscienza di quanto sia sempre più necessario aumentare la diversificazione e le fonti di rendimento dei portafogli, in un mondo di bassi rendimenti delle obbligazioni e di mercati azionari ormai maturi, possa costituire un buon incentivo a incamminarsi su un percorso sicuramente difficile ma, al tempo stesso, estremamente sfidante.

## 5.7 Economia reale, Trentino vs Italia: numeri, difficoltà e prospettive

*Dott.ssa Ivonne Forno, Direttore Generale Fondo pensione Laborfonds*

*Cosa significa investire in economia reale italiana? Best practices, criticità e prospettive per il futuro: ne abbiamo parlato con **Ivonne Forno, Direttore Generale Fondo Pensione Laborfonds.***

Il Fondo Pensione Laborfonds, fondo pensione complementare per i lavoratori dipendenti del Trentino-Alto Adige, si distingue ormai da alcuni anni nel panorama nazionale e internazionale per l'elevato grado di innovazione finanziaria, la sensibilità rispetto alle tematiche ESG e le ricadute positive sul territorio di appartenenza, grazie a una serie di sinergie e progetti condivisi. Al 30/6/2018 gli aderenti al fondo sono 119.266 (+1.879 rispetto a fine 2017) e il patrimonio supera i 2,6 miliardi di euro. Anche alla luce del nuovo scenario macroeconomico, in cui le tradizionali *asset class* non garantiscono rendimenti paragonabili a quelli del passato, rivolgere lo sguardo a prodotti alternativi può essere una necessità quanto una sfida: ne abbiamo parlato con la **Dott.ssa Ivonne Forno, Direttore Generale Fondo Pensione Laborfonds.**

*Date le caratteristiche e considerata la funzione territoriale del vostro fondo, che cosa rappresenta per voi “l’investimento in economia reale”? Quali sono stati gli obiettivi che vi hanno spinto per l’inserimento nell’ AAS di investimenti a sostegno dell’economia reale del Paese?*

Il Consiglio di Amministrazione del Fondo ha deciso di allocare **la parte “satellite” (pari al massimo al 10%) del patrimonio della Linea Bilanciata - le cui masse ad oggi sono di 2,1 miliardi di euro - in investimenti “alternativi” (FIA), con focus nell’economia reale.** La parte “satellite” del patrimonio della Linea Bilanciata è gestita direttamente da parte del Consiglio di Amministrazione del Fondo attraverso investimenti in FIA chiusi. La *ratio* di tale scelta risiede nella ricerca del miglior *trade off* rischio-rendimento, di ulteriore diversificazione, nonché di possibili sinergie e ricadute positive (dirette e indirette) sul territorio di riferimento.

In particolare il Fondo investe in **due FIA con focus regionale: Il Fondo Strategico Trentino Alto Adige (FIA di private debt)** riesce infatti a restituire alle aziende della Regione parte della liquidità raccolta dalle stesse sotto forma di TFR e di contribuzione e sta assicurando, allo stesso tempo, i rendimenti che Laborfonds si è prefissato di perseguire; inoltre, con l'emissione dei minibond le aziende coinvolte hanno potuto sviluppare progetti innovativi e strategici, aumentare il fatturato e incrementare i posti di lavoro, creando una sorta di circolo virtuoso. Lo scopo del **Fondo Housing Sociale Trentino (FIA di social housing)** consiste nella strutturazione ed implementazione di iniziative immobiliari da locare a canone moderato alle famiglie che vivono nel medesimo territorio nel quale il Fondo Pensione ha le proprie radici: un'altra formula attraverso la quale Laborfonds, perseguendo un adeguato rendimento per i propri aderenti, sostiene gli stessi e le rispettive famiglie, garantendo loro la possibilità di accedere ad alloggi edificati e/o ristrutturati secondo le più moderne tecniche di edilizia ed efficienza energetica. **Ai due FIA con focus regionale si aggiunge poi il Quadrivio Green Energy Fund,** che investe in iniziative di energie rinnovabili nel contesto italiano (idroelettrico, fotovoltaico e biomasse). In via generale siamo dell'avviso che, per un investitore di medio-lungo periodo come il fondo pensione, gli investimenti alternativi possano essere un valido elemento non solo di diversificazione ma anche un'importante fonte di rendimento.

*La limitata diffusione di tali investimenti nei portafogli degli investitori istituzionali fa pensare a molteplici difficoltà incontrate nella realizzazione degli stessi: è effettivamente così?*

Confermo che le difficoltà incontrate nella realizzazione degli investimenti alternativi, attraverso la gestione diretta, sono state e sono tuttora molteplici. Per prima cosa la **struttura organizzativa del Fondo** (nello specifico la Funzione Finanza) deve essere strutturata e formata in maniera adeguata. Fondamentali e necessari una serie di impegni che il Fondo Pensione ha chiesto e chiede di prassi ai GEFIA selezionati in termini di *governance* (**partecipazione all'Advisory Board del FIA**), di **flussi informativi**, di **reportistica ad hoc**. È inoltre essenziale la **formazione continua della struttura del Fondo**, trattandosi di *asset class* non tradizionali e in continua evoluzione. Ulteriori difficoltà sono determinate dall'attuale normativa in tema di **limiti di concentrazione** (il Fondo Pensione non può detenere oltre il 25% degli *asset* di un FIA), piuttosto che da quella in **materia fiscale**, in alcuni casi non pienamente "allineata" alle possibilità di investimento: a titolo di esempio la Legge di Bilancio 2017 n. 232/2016 prevede agevolazioni fiscali per gli investimenti effettuati in economia reale italiana attraverso strumenti di capitale, ma non (più) di debito, con una serie di vincoli, non facili da rispettare da parte del Fondo Pensione, quali ad esempio quello riguardante il reinvestimento degli utili. Investire in "alternativi" è in un certo senso anche una decisione di investimento forte rispetto alla propria organizzazione interna. Servono professionalità, *skills* di tipo giuridico, finanziario, operativo. Serve **forte commitment e motivazione** in quanto si tratta di percorsi lunghi (spesso di parecchi mesi). Questa è una delle ragioni per le quali, nei *beauty contests* che attiviamo per la selezione dei FIA, ricerchiamo GEFIA che abbiano nell'ambito della propria organizzazione – se esteri – adeguate strutture di riferimento nel contesto italiano.

*Come già evidenziato, la vostra connotazione di Fondo territoriale ha fatto in modo di destinare parte delle vostre risorse direttamente a sostegno del Trentino-Alto Adige: che peso ricoprono tali investimenti sul totale del vostro patrimonio?*

L'investimento nell'economia reale da parte di Laborfonds è iniziato, nel 2015, proprio con la sottoscrizione del **Fondo Strategico Trentino Alto Adige**, fondo comune di investimento mobiliare chiuso riconducibile alla tipologia del *private debt*. È proseguito con investimenti in strategie diversificate che includono il *private equity* (*World*), gli investimenti nell'ambito delle energie rinnovabili/efficientamento energetico (Italia), le infrastrutture (Europa) e il *social housing* territoriale (cfr. Fondo Housing Sociale Trentino). Il *commitment* nel **Fondo Strategico Trentino Alto Adige ammonta a 53,4 milioni di euro** (a oggi ne è stato richiamato il 70%), **5 milioni di euro quello nel Fondo Housing Sociale Trentino** (interamente richiamato): il peso complessivo di questi due investimenti rispetto all'intero patrimonio del Fondo Pensione (aggiornato al 30/6/2018) è **pari al 2,2%** (2,8% rispetto al patrimonio della Linea Bilanciata).

*Augurandoci che il vostro caso possa rappresentare sempre di più un esempio virtuoso, quali sono i consigli che può fornire a quegli investitori istituzionali che decidessero di intraprendere il percorso di avvicinamento all'investimento in economia reale?*

Crediamo molto nella condivisione delle esperienze e nella partecipazione attiva alla definizione di *best practices*, non solo relativamente agli investimenti. **Nessun consiglio, bensì condivisione di esperienze a beneficio del sistema**. Gli investimenti "alternativi" sono, a tutti gli

effetti, un *asset class* a sé stante e diversificata rispetto alle attività “tradizionali”, coerente con l’orizzonte temporale di lungo periodo dei fondi pensione e caratterizzata da una tendenziale stabilità e prevedibilità dei rendimenti prospettici sugli orizzonti medio lunghi. Inoltre, come accennato prima, l’ulteriore **diversificazione** implementata con tali strumenti, che mostrano **decorrelazione nei confronti delle asset class dei portafogli “core”**, permette di raggiungere **rendimenti maggiori e costanti** nei periodi di difficoltà dei mercati “tradizionali”.

Il contesto economico e di mercato (con rendimenti negativi della componente obbligazionaria a reddito fisso) ha svolto un ruolo importante nella decisione di apertura della politica di investimento a nuove *asset class* per il collegato premio per l’illiquidità, la decorrelazione rispetto alle stesse, la stabilizzazione dei flussi cedolari e, perché no, anche **i ritorni e gli effetti indiretti sull’economia reale. Alla luce degli aspetti positivi appena citati e nonostante le complessità da affrontare, ritengo che tale percorso possa essere intrapreso da parte degli investitori istituzionali.** Le casse di previdenza e taluni fondi pensione preesistenti hanno “rotto il ghiaccio” molto prima dei fondi pensione negoziali. Si tratta di esperienze importanti da cui trarre spunti e da mettere a factor comune.

<b>Caratteristiche dell'investitore: Laborfonds</b>	
Tipologia di appartenenza	Fondo pensione negoziale territoriale
Anno di costituzione/Istituzione	1998 (avvio operatività 2000)
Tipologia di destinatari/partecipanti	Lavoratori dipendenti dai datori di lavoro operanti nel territorio del Trentino Alto Adige e soggetti fiscalmente a carico
AUM	Euro 2.599.528.957
Numero di comparti	4
AUM dei singoli comparti e numero dei relativi partecipanti	Linea Garantita: euro 206.297.288 – 15.567 Linea Prudente Etica: euro 240.652.296 – 13.833 Linea Bilanciata: euro 2.054.889.960 – 84.647 Linea Dinamica: euro 97.689.413 – 4.606
<b>Overview generale degli “Investimenti in economi a reale italiana”</b>	
Elenco degli “Investimenti in economia reale italiana”	<i>Fondo Strategico Trentino Alto Adige</i> <i>Fondo Housing Sociale Trentino</i> <i>Quadrivio Green Energy Fund</i> (nei portafogli di gestione delegata non sono presenti “Investimenti in economi a reale italiana” in via prevalente, ovvero superiori al 70%)
Comparti con “Investimenti in economia reale italiana”	Linea Bilanciata
Peso % degli “Investimenti in economia reale italiana” rispetto all’AUM totale	1,76%
Peso % degli “Investimenti in economia reale italiana” rispetto agli AUM dei comparti interessati	2,23% (considerando gli importi richiamati)
<b>Motivazioni generali degli “Investimenti in economia reale italiana”</b>	
La scelta di prevedere nell’AAS della Linea Bilanciata “investimenti alternativi” (10%), di cui gli “Investimenti in economia reale italiana” sono una parte, risiede nel <i>trade off</i> rischio-rendimento e nella ricerca di ulteriore diversificazione; in via secondaria nelle possibili ricadute positive sul territorio (in due casi non si tratta solo del contesto nazionale ma anche di quello di riferimento del Fondo Pensione, ovvero la Regione Trentino Alto Adige).	

## **Milestones**

### Deliberazioni “chiave” assunte e da quale Organo del Fondo

Il 14/02/2013 l'Assemblea dei Delegati del Fondo ha approvato le modifiche allo Statuto al fine di poter gestire in modo diretto parte delle risorse del proprio patrimonio.

Laborfonds ha successivamente ottenuto in data 14/06/2013 l'approvazione da parte di COVIP delle modifiche dello Statuto.

In data 06/08/2013 il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di avviare il percorso verso i cc.dd. “investimenti territoriali” condividendo – con altri investitori – il progetto del Fondo Strategico Trentino Alto Adige (FIA di *private debt*).

In data 26/11/2014 il Consiglio di Amministrazione ha approvato, contestualmente alla revisione del modello di gestione della Linea Bilanciata (struttura “*core-satellite*” ove la parte “*core*” corrisponde alla parte “tradizionale” e la parte “satellite” a quella “alternativa”), la nuova *asset allocation* strategica della Linea Bilanciata che prevede un investimento del 10% in “*alternatives*”.

In data 25/10/2016 il Consiglio di Amministrazione ha deliberato, a seguito dell'individuazione delle strategie di interesse ovvero “social housing territoriale” e “energie rinnovabili/efficientamento energetico”, di effettuare gli investimenti nel *Fondo Housing Sociale Trentino* e nel *Quadrivio Green Energy Fund*.

### Modello di gestione attuato

Gli investimenti in FIA sono effettuati in gestione diretta da parte dell'Organo di Amministrazione del Fondo; quelli cc.dd. “tradizionali” in delega di gestione attraverso mandati attivi *multi-asset* globali.

### Come l'investimento è stato fatto rientrare nell'asset allocation, strategica e tattica

Relativamente alla gestione diretta, essa viene effettuata nell'ambito della Linea Bilanciata, il cui patrimonio viene gestito secondo un modello cd. “*core-satellite*”, suddiviso in una parte “*core*” (pari almeno al 90%) in gestione delegata ed in una parte “*satellite*” (pari al massimo al 10%), in gestione diretta da parte del Consiglio di Amministrazione del Fondo. Tale scelta è stata effettuata alla luce degli esiti dell'analisi di *cash flow* futuri (al fine di valutare i rischi di liquidità) e fattori di rischio finanziari (tasso, *spread*, beta azionario, ecc.) condotta rispetto ai potenziali impatti di un investimento diretto in strumenti alternativi sull'*asset allocation* strategica della Linea in argomento: il Fondo ha definito le caratteristiche finanziarie degli strumenti ricercati in piena coerenza con gli obiettivi previdenziali degli iscritti e nel pieno rispetto del principio della sana e prudente gestione.

## **Governance del Processo di Investimento**

### Anno della modifica statutaria per la gestione diretta

2013

### Deliberazioni assunte a valle della modifica statutaria per dare attuazione alla stessa

In data 26/11/2014 il Consiglio di Amministrazione ha approvato il nuovo schema di *asset allocation* strategica della Linea Bilanciata che prevede un investimento del 10% in “*alternatives*”. A febbraio 2015 sono stati modificati Documento sulla Politica di Investimento (o “DPI”) e Nota Informativa per tener conto dell'investimento nel primo FIA (sono state altresì aggiornate le Segnalazioni Statistiche di Vigilanza) – tali documenti sono stati in seguito modificati in relazione agli ulteriori investimenti effettuati (al 30/4/2018 il peso della componente alternativa, in termini di commitment, era pari al 7,2% del patrimonio totale della Linea Bilanciata).

### Struttura organizzativa dell'investitore e procedure interne

La procedura di selezione dei FIA, che prevede anche il coinvolgimento di un *advisor* esterno a supporto della Funzione Finanza, si articola nelle seguenti attività:

- (I) Attività propedeutiche e strumentali (identificazione delle caratteristiche di rischio; condivisione preliminare delle caratteristiche dei FIA adeguati al profilo degli obiettivi di rischio/rendimento della Linea Bilanciata e nel rispetto delle previsioni del DPI) – Funzione Finanza, Comitato Investimenti e Consiglio di Amministrazione;
- (II) *Screening* dei FIA presenti e in raccolta sul mercato, allo scopo di individuare le proposte di investimento ritenute adeguate e coerenti, tenuto anche conto del quadro normativo di riferimento – Funzione Finanza;
- (III) *Investment due diligence* finalizzata alla determinazione di ulteriori elementi per individuare l'investimento più adeguato – Funzione Finanza e Comitato Investimenti;
- (IV) Valutazione della documentazione contenente una illustrazione delle varie fasi del processo e le relative conclusioni; gestione delle potenziali situazioni di conflitto di interessi – Funzione Finanza e Comitato Investimenti.
- (V) Elaborazione delle proposte di investimento al Consiglio di Amministrazione da parte del Comitato Investimenti/Funzione Finanza e conseguente assunzione delle delibere di competenza da parte dell'Organo Amministrativo del Fondo.

### Modalità di selezione del/i FIA

La selezione dei FIA/GEFIA avviene attraverso “*beauty contest*”; tale modalità di selezione si sta consolidando quale “*best practice*” di settore: in assenza di una specifica normativa di riferimento il processo è stato strutturato in stretta analogia con la procedura da rispettare nella selezione dei gestori delegati (richiesta *ad offerendum* strutturata in analogia della circolare COVIP dicembre 1999, questionario tecnico, offerta economica in busta chiusa, *short list* e audizioni).

### Scelta strategica relativa all'eventuale partecipazione alla governance del FIA (si/no) e modalità di attuazione

Sì, il Direttore Generale Responsabile del Fondo partecipa alle Assemblee dei partecipanti dei singoli FIA nei quali è effettuato l'investimento. Inoltre, ove concesso dai GEFIA (ciò è chiesto in maniera esplicita nelle selezioni e disciplinato nelle *side letter* formalizzate con i GEFIA), il Fondo prende parte agli *advisory board*/comitati consultivi dei FIA attraverso un proprio rappresentante (attualmente si tratta sempre del Direttore Generale Responsabile del Fondo).

### Reportistica periodica per controllo dell'investimento e per gli adempimenti informativi verso la vigilanza

Periodicamente i GEFIA trasmettono la reportistica richiesta dal Fondo, che viene analizzata dalla Funzione Finanza e dall'*advisor* esterno, che provvede inoltre alla produzione di una reportistica autonoma. I GEFIA inviano inoltre i flussi necessari alla compilazione delle Segnalazioni Statistiche e di Vigilanza secondo i tracciati condivisi con il Fondo nell'ambito dello SLA formalizzato proprio al fine di definire i dati che periodicamente il GEFIA deve trasmettere al Fondo. Un ulteriore momento di valutazione dell'operato dei GEFIA si realizza nell'ambito degli incontri con gli stessi che si svolgono con cadenza semestrale, in occasione di apposite riunioni del Comitato Investimenti alle quali partecipano anche la Funzione Finanza e i referenti dell'*advisor*.

## INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR

### Caratteristiche “Investimento nell’economia reale italiana” - Caso 1

#### Comparto di riferimento

Linea Bilanciata

#### Asset Class/strategia

Private debt territoriale

#### FIA/GEFIA

Fondo Strategico Trentino Alto Adige/ Finanziaria Internazionale Investments SGR S.p.A.

#### Durata FIA

10 anni

#### Data di sottoscrizione

02/02/2015

#### AUM sottoscritto/AUM richiamato

53,4 milioni di euro/ 35,8 milioni di euro

#### Partecipazione alla governance

Assemblea dei partecipanti del FIA; Rappresentante del Fondo nei Comitati consultivi dei due Comparti, Trento e Bolzano

#### Rendimento target

L’IRR previsto dal GEFIA (circa 6% lordo), coniugato con una analisi dei rischi del FIA, è stato valutato coerente con gli obiettivi di rendimento e rischio del portafoglio “satellite” e, in generale, del comparto di riferimento. Si evidenzia che, in base al regolamento di gestione del FIA è previsto un meccanismo di salvaguardia e tutela (per i sottoscrittori delle quote di classe A detenute da Laborfonds), a scadenza, sul capitale sottoscritto e versato, esplicitato nella modalità di distribuzione del riparto finale

#### Ultimo rendimento disponibile

+5,22% da inizio investimento; +1,53% nel 2017

#### Look through

Si, il GEFIA fornisce trimestralmente il dettaglio della composizione del FIA

#### Periodicità valorizzazione

Trimestrale

#### Regime dei costi

È prevista una commissione di gestione fissa annua pari a 0,781%; sono imputabili al FIA altre spese indicate nel regolamento di gestione (es. compenso del depositario)

#### Indicare se si sono ottenute agevolazioni fiscali o se vi è la possibilità di beneficiarne

Con riferimento alle plusvalenze registrate negli anni 2015/2016 Laborfonds ha beneficiato del credito di imposta (di cui all’art. 1, commi da 91 a 94, della Legge 23 dicembre 2014, n. 190, “Legge di Stabilità 2015”) – riconosciuto il 100% degli importi richiesti.

**INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR**  
**Caratteristiche “Investimento nell’economia reale italiana” - Caso 2**

Comparto di riferimento

Linea Bilanciata

Asset Class/strategia

Housing sociale territoriale

FIA/GEFIA

Fondo Housing sociale Trentino/ Finanziaria Internazionale Investments SGR S.p.A.

Durata FIA

25 anni

Data di sottoscrizione

22/12/2016

AUM sottoscritto/AUM richiamato

5 Milioni di euro/ 5 Milioni di euro

Partecipazione alla governance

Assemblea dei partecipanti del FIA; il Fondo è invitato a partecipare come uditore alle riunioni dell’Advisory Board

Rendimento target

L’IRR previsto dal GEFIA (4,5% lordo), coniugato con una analisi dei rischi del FIA, è stato valutato coerente con gli obiettivi di rendimento e rischio del portafoglio “satellite” e, in generale, del comparto di riferimento

Ultimo rendimento disponibile

+2,25% (dicembre 2017)

Look through

Si, il GEFIA fornisce semestralmente il dettaglio della composizione del FIA

Periodicità valorizzazione

Semestrale

Regime dei costi

È prevista una commissione di gestione fissa annua pari a 0,485%; sono imputabili al FIA altre spese indicate nel regolamento di gestione (es. compenso del depositario)

Indicare se si sono ottenute agevolazioni fiscali o se vi è la possibilità di beneficiarne

Con riferimento agli importi richiamati a decorrere dall’1/1/2017 Laborfonds beneficerà delle esenzioni di imposta per i redditi derivanti dall’investimento in quanto qualificabile come “investimento qualificato a lungo termine (cfr. Legge di Bilancio 2017 n. 232/2016)

## INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR

### Caratteristiche 'Investimento nell'economia reale italiana' - Caso 3

#### Comparto di riferimento

Linea Bilanciata

#### Asset Class/strategia

Private equity, energie rinnovabili

#### FIA/GEFIA

Quadrivio Green Energy Fund/ Green Arrow Capital SGR

#### Durata FIA

10 anni

#### Data di sottoscrizione

12/12/2016

#### AUM sottoscritto/AUM richiamato

13 Milioni di euro/ 5,8 Milioni di euro

#### Partecipazione alla governance

Assemblea dei partecipanti del FIA; Rappresentante del Fondo nell'Advisory Board

#### Rendimento target

L'IRR previsto dal GEFIA (13% lordo), coniugato con una analisi dei rischi del FIA, è stato valutato coerente con gli obiettivi di rendimento e rischio del portafoglio "satellite" e, in generale, del comparto di riferimento

#### Ultimo rendimento disponibile

-6,9% nel 2017; il FIA si trova ancora nel tratto iniziale della *J-Curve*

#### Look through

Sì, il Gestore fornisce semestralmente il dettaglio della composizione del FIA

#### Periodicità valorizzazione

Semestrale

#### Regime dei costi

È prevista una commissione di gestione fissa annua pari al 2%; sono imputabili al FIA spese indicate nel regolamento di gestione (es. compenso del depositario)

#### Indicare se si sono ottenute agevolazioni fiscali o se vi è la possibilità di beneficiarne

Con riferimento agli importi richiamati a decorrere dall'1/1/2017 Laborfonds potrà beneficiare delle esenzioni di imposta per i redditi derivanti dall'investimento in quanto qualificabile come "investimento qualificato a lungo termine (cfr. Legge di Bilancio 2017 n. 232/2016)

## Peculiarità e aspetti innovativi della propria strategia

Nel contesto dei fondi pensione negoziali italiani, Laborfonds è stato in un certo senso pioniere negli investimenti diretti nell'economia reale.

Il Fondo si è approcciato a questa classe di investimenti con una *mission* ben precisa: creare sinergie e ricadute positive sul territorio che, in particolare, i FIA di *private debt* e di *social housing* hanno contribuito e stanno contribuendo a generare. Il Fondo Strategico Trentino Alto Adige riesce infatti a restituire alle aziende della Regione parte della liquidità raccolta dalle stesse sotto forma di TFR e contribuzione, ottenendo nel contempo i rendimenti prefissati; inoltre, con l'emissione dei *minibond* le aziende hanno potuto sviluppare progetti, aumentare il fatturato e incrementare i posti di lavoro creando una sorta di circolo virtuoso. Lo scopo del Fondo Housing Sociale Trentino consiste nella strutturazione ed implementazione di iniziative immobiliari da locare a canone moderato alle famiglie che vivono nel medesimo territorio nel quale il Fondo Pensione ha le proprie radici: un'altra formula attraverso la quale Laborfonds, perseguendo un adeguato rendimento per i propri aderenti, sostiene gli stessi e le rispettive famiglie, garantendo loro la possibilità di accedere ad alloggi edificati e/o ristrutturati secondo le più moderne tecniche di edilizia ed efficienza energetica.

Per Laborfonds gli investimenti "alternativi" sono, a tutti gli effetti, un'*asset class* a sé stante e diversificata rispetto alle attività cc.dd. "tradizionali", coerente con l'orizzonte temporale di lungo periodo dei fondi pensione e caratterizzata da una tendenziale stabilità e prevedibilità dei rendimenti prospettici sugli orizzonti medio lunghi.

La diversificazione e la ricerca del *trade-off* rischio-rendimento migliore sono stati gli elementi qualificanti delle scelte di allocazione strategica effettuate: il contesto economico e di mercato (con rendimenti negativi della componente obbligazionaria a reddito fisso) hanno svolto un ruolo importante nella decisione di apertura della politica di investimento a nuove *asset class* e strategie che possano apportare rendimenti superiori a quelle tradizionali, per il collegato premio per l'illiquidità, la decorrelazione rispetto alle stesse, la stabilizzazione dei flussi cedolari e, perché no, anche i ritorni e gli effetti indiretti sull'economia reale.

## Commenti Generali

### Criticità relativa al trattamento fiscale degli investimenti nell'economia reale italiana:

- L'attuale normativa (cfr. Legge di Bilancio 2017 n. 232/2016) non prevede alcun tipo di agevolazione per investimenti effettuati attraverso strumenti di debito;
- La stessa normativa è difficilmente applicabile nel caso di investimenti effettuati attraverso mandati di gestione (i.e. obbligo di detenzione per almeno 5 anni);
- Anche nel caso di investimenti in FIA il rispetto del vincolo di reinvestimento dei proventi entro un tempo massimo può essere particolarmente stringente e di non facile osservanza, stante il fatto che è il GEFIA a richiamare gli impegni, non l'investitore ad effettuare "conferimenti in gestione", come invece nel mandato di gestione;
- Si tratta di normativa che spesso cambia, creando difficoltà nella gestione operativa del possibile beneficio.

## 6. Nuovi prodotti per investire nell'economia reale italiana

Nel precedente capitolo è stata analizzata l'effettiva esposizione finanziaria in economia reale da parte degli investitori oggetto di studio. Come già evidenziato in precedenza, per una crescita generalizzata e compiuta a livello di sistema, la possibilità di accedere a **prodotti adatti alle peculiari esigenze dell'investitore** esiste e cresce parallelamente alla volontà dello stesso di contribuire attivamente al sostegno dell'economia nazionale. Certamente l'offerta di prodotti investibili è in espansione, ma la spinta che si è registrata negli ultimi tempi fa capire come domanda e offerta stiano approdando sempre più verso soluzioni che consentono un *matching* degli obiettivi. Il presente capitolo è dunque dedicato alla **raccolta degli strumenti che sono stati presentati durante il Tavolo di lavoro** dalle fabbriche prodotte presenti.

### 6.1 PIR: gli investimenti nelle eccellenze italiane

*Dott. Settimio Stigliano, Responsabile Ufficio Mercati Azionari Locali Arca Fondi SGR*

**Le aziende medio piccole rappresentano il cuore dell'economia italiana.** Le più dinamiche si caratterizzano per un'elevata qualità dei prodotti e dei servizi offerti, nonché per la capacità di innovazione e una spiccata vocazione all'*export* che in taluni casi, le porta ad essere *leader* di mercato. Queste aziende hanno dimostrato nel tempo di saper crescere anche in contesti macroeconomici difficili grazie al loro posizionamento strategico e ai vantaggi competitivi. La **figura del fondatore e la sua presenza in azienda** è essenziale nella definizione dei piani di lungo termine e nella velocità del processo decisionale. Le PMI italiane presentano però **livelli di indebitamento superiori a quelli dei concorrenti europei.**

A queste imprese serve capitale per crescere anche perché la fonte usuale di finanziamento, il canale bancario, non è più attiva come in passato: la regolamentazione *post* crisi ha modificato il modo di fare banca e anche le modalità di erogazione del credito, in particolare alle PMI. I dati di Banca d'Italia mostrano chiaramente **la contrazione dei prestiti bancari alle imprese** a partire dal 2012: **nel solo 2017 la riduzione è stata pari a oltre 30 miliardi di euro.** Quindi è indispensabile ricorrere a **fonti alternative di finanziamento non solo di debito ma anche di capitale.**

Il legislatore, negli ultimi anni, ha messo a disposizione più strumenti per facilitare l'accesso ai mercati, tra cui i *mini bond* e le agevolazioni fiscali per favorire la quotazione in Borsa. Queste iniziative hanno convinto diverse aziende a quotarsi sui mercati dedicati alle piccole e medie imprese come STAR e AIM Italia. Infatti, negli ultimi cinque anni il numero di aziende quotate sul mercato STAR è passato da 68 a 76, sull'AIM da 36 a 111 e la capitalizzazione complessiva è ormai prossima a 50 miliardi di euro.

Il legislatore ha anche introdotto per il piccolo risparmiatore e l'investitore istituzionale uno strumento efficiente, grazie ai benefici fiscali, per finanziare queste aziende: **i Piani Individuali di Risparmio, PIR.** Introdotto ormai due anni fa, il prodotto PIR da un lato offre agli investitori l'opportunità di **allocare risparmio nelle eccellenze italiane**, dall'altro si pone come **strumento finanziario a sostegno dell'economia reale**, facendo confluire capitale di rischio nelle piccole e medie imprese a sostegno della loro crescita.

Arca Fondi ha lanciato tre anni fa il primo fondo comune, ora PIR *compliant*, che ha come universo di investimento le PMI italiane, scegliendo come *benchmark* di riferimento gli indici STAR

e AIM rappresentativi rispettivamente della media e piccola impresa italiana quotata. Tali indici sintetizzano lo sviluppo delle eccellenze italiane. Inoltre offrono una maggiore diversificazione settoriale rispetto all'indice FTSE MIB, che si concentra, per quasi il 40%, nel settore finanziario e per un altro 15% in energia. Infatti, nello STAR, il settore principale è quello industriale con un peso pari a circa 1/3 della capitalizzazione: il legame con l'economia reale è dunque diretto.

Il *focus* di investimento del fondo PIR *compliant* è quindi in società italiane di piccola-media capitalizzazione, operanti soprattutto nel settore manifatturiero e in quello dei servizi, caratterizzate da una *leadership* di tecnologia, di marchio e di posizionamento. Il processo di investimento è di tipo fondamentale, e si articola attraverso un approccio *bottom up*. Nello specifico, si parte dallo studio della società oggetto di valutazione, analizzando storia, settore e profilo di business in cui opera, per passare poi all'analisi dei bilanci storici e all'elaborazione di previsioni future. Le informazioni raccolte vengono in seguito declinate all'interno di modelli di valutazione proprietari, i cui risultati e ipotesi sono continuamente discussi con esperti di settore e analisti. Infine, un ruolo fondamentale viene attribuito agli incontri sistematici con il *management* e/o la proprietà della società stessa, per discutere, in un confronto dialettico, i risultati aziendali e le prospettive di sviluppo del *business*: solo nel 2017 i gestori e gli analisti di Arca Fondi hanno partecipato a oltre 400 incontri con il *management* e visitato gli impianti di 20 aziende. Questa attività è essenziale in particolare nel mercato AIM dove la copertura delle aziende, da parte degli analisti, è limitata.

L'investimento talvolta si realizza al momento della quotazione, ma anche indirettamente, partecipando alla raccolta promossa da veicoli di investimento quotati, che hanno lo scopo di portare aziende sul mercato come le SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*). Questo strumento risulta molto efficiente ed efficace nel portare all'attenzione del gestore aziende non quotate e consente di partecipare pienamente alla valorizzazione delle stesse al momento della quotazione.

**La capacità di selezione è un aspetto essenziale in un mercato dinamico**, caratterizzato da alta volatilità e da bassa liquidità. In particolare sull'AIM, come già evidenziato, il numero di IPO di aziende *small cap* è cresciuto di 24 unità nel solo 2017 ma non sempre la qualità e le prospettive sono così interessanti e valutate in modo adeguato. L'attività del gestore richiede quindi un'estrema attenzione nelle scelte al fine di fornire risorse a chi ha davvero possibilità di crescere, con obiettivi chiari di lungo termine e con capacità adeguate di realizzarli.

L'esposizione settoriale del fondo mostra un orientamento maggiore verso quello industriale, con un peso superiore al 30%. Al secondo posto troviamo il settore dell'*health care*, che rappresenta circa il 17%. Infine, tra i pesi rilevanti si segnalano i settori dei consumi ciclici e dell'IT. I titoli presenti nel portafoglio del fondo sono più di 80, ma i primi 10 rappresentano il 46% del portafoglio, confermando un approccio attivo nella gestione.

Un PIR che investe nelle PMI non può quindi che essere gestito in modo attivo da operatori specializzati che studiano e conoscono approfonditamente le aziende e sanno operare in mercati poco liquidi e talvolta poco trasparenti. L'investitore istituzionale che si avvicina a questa *asset class*, al di là degli aspetti di convenienza fiscale, deve saper valutare come inserire questa opportunità di lungo termine nell'*asset allocation strategica*, tenendo presente che **le aziende medio piccole rappresentano in tutti i mercati finanziari un asset estremamente interessante** per la possibilità di diversificazione e rendimenti potenzialmente superiori.

In Italia, dove mancano grandi gruppi industriali quotati, le PMI quotate sono lo strumento più immediato per avere esposizione diretta alle potenzialità di crescita e innovazione espresse dal Paese. Queste aziende non sono strettamente legate alla crescita del PIL italiano poiché, per la loro esposizione all'*export* e per le capacità del *management*, rispecchiano i *trend* globali ben più dinamici di quelli domestici. L'effettiva capacità di diversificazione del rischio appare quindi ben superiore, così come il profilo di crescita rispetto al mercato italiano rappresentato dal FTSE MIB.

Rimane la necessità di evitare un approccio diretto, troppo rischioso. **Il PIR sembra essere la soluzione più semplice e fiscalmente ottimale.**

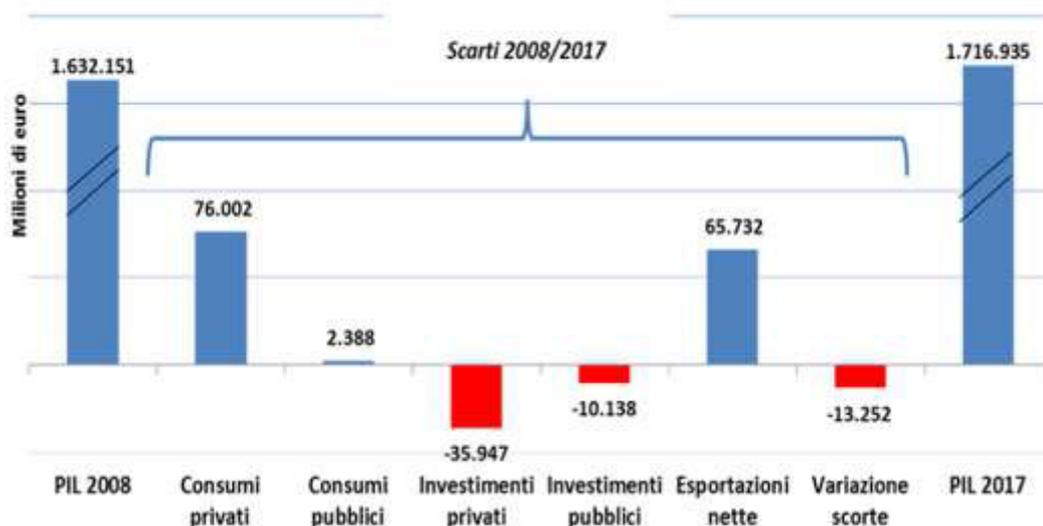
## 6.2 Le infrastrutture per uno sviluppo sostenibile: il passaggio dal Partenariato Pubblico Privato al Partenariato Pubblico Privato-istituzionale e Pubblico Privato-sociale

*Dott. Federico Merola, Amministratore Delegato Arpinge S.p.A.*

*McKinsey* stima il **fabbisogno globale di nuovi investimenti in infrastrutture al 2030 pari a 90 trilioni di dollari** (*New Climate Economy's 2014 report*), a fronte di un valore attuale delle infrastrutture esistenti di circa 50 trilioni di dollari. Si tratta di un importo troppo grande e troppo distante dall'attuale flusso di investimenti – circa 2,5-3 trilioni l'anno (la metà del necessario) – per gravare interamente sui bilanci pubblici di Paesi, peraltro, spesso fortemente indebitati.

Il tema si pone a maggior ragione per l'Italia, dove **gli investimenti pubblici** – sia nazionali che locali - **sono crollati di circa 46 miliardi di euro nell'ultimo decennio** (di cui 36 di investimenti privati). Tra il 2008 e il 2017, la componente investimenti è quella che ha maggiormente influito negativamente sulla dinamica del PIL.

**Fig. 6.1 – Variazione del PIL in Italia, confronto 2008/2017**



Fonte: elaborazione IFEL-Dipartimento Studi Economia Territoriale su dati Istat, anni vari

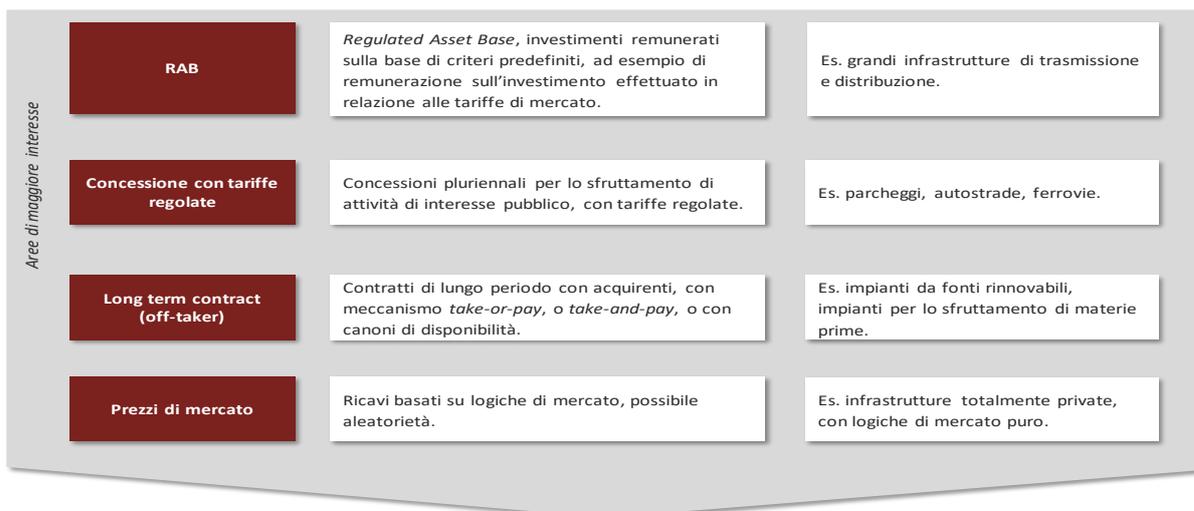
In tale scenario appare utile, soprattutto per il nostro Paese (terzo più indebitato al mondo), cercare **soluzioni innovative che consentano di avvicinare alle infrastrutture capitali privati e “nuove” categorie di investitori.** Ma quali investitori? E con quali modalità?

## L'avvento degli investitori istituzionali nell'economia reale

A livello internazionale negli ultimi 15 anni gli **investitori istituzionali** – Fondi Pensione, Casse di Previdenza, e Assicurazioni (circa 1.000 miliardi di euro di patrimonio in Italia) – hanno assunto un **ruolo crescente nell'investimento e finanziamento delle infrastrutture**, effettuato tramite fondi di investimento di *equity* (finanza di progetto o *private equity*) e di debito (*private debt* come *project financing*). Ma se è chiaro quale può essere il beneficio per gli investimenti nell'attrarre investitori istituzionali, è anche chiaro il contrario? Ovvero qual è il beneficio che le infrastrutture possono dare agli investitori istituzionali?

Il contributo che le infrastrutture possono dare all'*asset allocation* di un investitore istituzionale è legato alla circostanza che tali impieghi sono caratterizzati, a determinate condizioni, da **flussi di cassa stabili e prevedibili nel tempo, de-correlati dal ciclo economico e dalla volatilità dei mercati**. Il problema è quindi quello di individuare e realizzare tali condizioni, per costruire i progetti "eleggibili" e bancabili, con profili di rischio in linea con il *risk appetite* degli investitori istituzionali. Sotto tale prospettiva appaiono rilevanti due classificazioni principali: **(i)** quella sulla natura dei flussi economici generati, e **(ii)** quella legata al rapporto tra rischio e rendimento delle singole operazioni (*greenfield vs value added vs operating*).

Fig. 6.2 – Possibili modalità di investimento in infrastrutture



## Dal PPP tradizionale al PPP istituzionale e sociale

Ma lo sforzo di *policy* più forte è legato alla capacità di creare condizioni di contesto favorevoli per investimenti in **infrastrutture urbane di piccola e media dimensione**.

Su tale categoria di infrastrutture si realizza solitamente il *c.d.* Partenariato Pubblico Privato ("PPP"). Per attrarre nuovi protagonisti al PPP locale occorre passare dal **PPP tradizionale**, nato negli anni '90 e legato a imprenditori di "elite" e costruttori, al **PPP istituzionale**, con investitori disponibili a soluzioni di convergenza dell'interesse pubblico e di quello privatistico.

L'avvento di investitori istituzionali nel settore del PPP consente di integrare nel processo di investimento nuove dinamiche, tra le quali: la valutazione accurata dell'impatto sul sistema economico ("*impact investing*"); il rispetto dell'ambiente, l'attenzione alle dinamiche sociali e

l'adozione di più efficaci soluzioni di *governance* (Sostenibilità; "ESG"); l'adeguamento delle infrastrutture alle nuove frontiere tecnologiche (*smart infrastructure*) e la connessione con i nuovi programmi speciali di supporto varati da tutti i Paesi, come il **Piano Juncker** per l'UE, oggi in fase di trasformazione ("*InvestEU*"). Un quadro che richiede ai "nuovi" privati **maggiore responsabilità sociale e maggiore impegno** nel perseguire **efficienza gestionale, equilibrata allocazione dei rischi** e rapido **adeguamento tecnologico**.

Un passaggio non semplice che richiede interventi coordinati a diversi livelli: dalla normativa sugli impieghi degli investitori istituzionali a quella della gestione del risparmio; dalla disciplina di appalti e concessioni a quella del settore creditizio; da quella fiscale alla regolamentazione dei singoli settori di possibile intervento. Per smuovere sulla "foresta pietrificata" non ci sono soluzioni semplici, ma l'esigenza di cogliere la relazione tra vari ambiti.

### **Nuove sfide e questioni aperte**

In tale prospettiva le nuove sfide restano legate ai seguenti principali aspetti:

- capacità del mercato di generare iniziative in grado di aggregare investitori di diversa tipologia;
- riconoscibilità di una nuova *asset class* nelle allocazioni degli investitori istituzionali;
- supporto normativo per le regole che governano gli investimenti di medio-lungo termine e i singoli settori;
- capacità del Sistema-Paese di cambiare in profondità gli strumenti di governo del territorio: rinnovamento della PA e del PPP.

### **6.3 PIRchè conviene? Benefici fiscali e ricadute per l'economia reale**

*Dott. Gilles Guibout, Head of European Strategies AXA Framlington Equities AXA IM*

*Dott.ssa Barbara Terranova, Partner Galante e Associati Studio Legale*

I Piani Individuali di Risparmio a Lungo Termine (PIR) sono una forma d'investimento introdotta in Italia con la Legge di Bilancio 2017 con l'obiettivo di sostenere l'economia reale italiana, il cui tessuto produttivo è formato soprattutto da piccole e medie imprese.

#### **I numeri dei PIR**

È forse ancora presto per parlare di successo dei PIR, la cui parabola si sviluppa su cinque anni, ma possiamo senz'altro affermare che il lancio di questo nuovo prodotto d'investimento ha visto un vero e proprio "boom" di sottoscrizioni. Un rapporto a cura di JeMe Bocconi<sup>11</sup>, presentato a ottobre, rileva che nei primi 18 mesi di vita, i numeri dei PIR hanno superato di gran lunga "le più rosee aspettative". Da gennaio 2017 a fine giugno 2018 – si legge nel rapporto – si registra **una raccolta complessiva di 14,4 miliardi** di euro<sup>12</sup>. A luglio e agosto 2018 c'è stato un rallentamento della crescita, rispetto ai mesi precedenti, con afflussi ridotti. Le previsioni per i prossimi anni restano però positive: si stima che gli investimenti proseguiranno a ritmo sostenuto. Nel 2020 e nel 2021 è infatti

---

<sup>11</sup> Piani individuali di risparmio, Paper di analisi degli strumenti finanziari, <https://www.jeme.it/paper-deloitte-italia-nctm/>

<sup>12</sup> Piani individuali di risparmio, Paper di analisi degli strumenti finanziari, <https://www.jeme.it/paper-deloitte-italia-nctm/>, pag. 4

previsto un nuovo picco della raccolta perché proprio in quegli anni scatterà per i primi sottoscrittori di questi fondi la possibilità di incrementare il proprio investimento.

### **Niente tasse sui PIR e benefici per le PMI**

Il successo dei PIR può essere principalmente spiegato dalla **detassazione sui redditi finanziari di cui può beneficiare l'investitore che mantiene l'investimento per cinque anni**, conseguendo un possibile sostanziale beneficio fiscale. Con l'introduzione dei PIR, il Governo si proponeva d'indirizzare le disponibilità liquide dei risparmiatori verso le imprese italiane, aiutando in questo modo l'economia reale. Obiettivo raggiunto? *“Un primo effetto dei flussi di denaro arrivati nei fondi PIR è stato quello di spingere al rialzo le valutazioni delle piccole e medie imprese. Una più alta valutazione ha fornito risorse alle società, che hanno potuto usare le proprie azioni come interessante carta di scambio per acquisizioni”*, spiega **Gilles Guibout, Head of European Strategies di AXA Framlington Equities**. *“Inoltre, alcune società che non erano quotate in Borsa ci sono potute arrivare proprio perché le valutazioni che potevano ottenere erano più interessanti.”* Grazie alle IPO, in primo luogo *“le società hanno potuto abbassare il loro debito e quindi si sono rafforzate”*, prosegue Guibout. In secondo luogo, *“hanno avuto dei mezzi per crescere facendo acquisizioni, in Italia e all'estero, o per fare investimenti.”* Quindi, le piccole e medie imprese grazie ai PIR sono state in grado di trovare risorse stabili. In questo senso, l'obiettivo di sostegno all'economia reale è stato raggiunto.

### **Rischio bolla?**

Tuttavia, avverte Guibout, con l'aumento delle valutazioni c'è il rischio bolla. *“Basti pensare, per esempio, che le valutazioni del mercato Star sulle small cap europee sono passate da uno 'sconto' dell'8% a fine dicembre 2016 a un 'premio' dell'11% a fine settembre 2018. Era salito quasi al 15% a maggio del 2018,”* nota il gestore. Il rischio è che alla fine gli investitori si trovino a pagare troppo. *“La valutazione alta sconta tutta la crescita futura, e se non c'è crescita il titolo di una società scende,”* aggiunge Guibout. *“Oppure si abbassa la performance futura dei titoli della società”*. Questo rischio si è in gran parte ridimensionato col ribasso del 25% avvenuto dai massimi. Ormai, le valutazioni del mercato italiano in generale, tra cui quelle delle *mid* e *small cap*, hanno ritrovato dei livelli molto più interessanti, soprattutto se si pensa che alla fine ci sarà una normalizzazione sul lato politico.

### **Opportunità per enti previdenziali e fondi pensione**

I PIR rappresentano un'opportunità di investimento anche per enti di previdenza obbligatoria e forme di previdenza complementare, in quanto sono stati inclusi tra gli investimenti a lungo termine (c.d. *investimenti qualificati*) di Casse e Fondi Pensione, ai quali l'art. 1, commi 88-99, della L. 232/2016<sup>13</sup> riserva un regime fiscale agevolato<sup>14</sup>. In particolare, **i PIR** possono essere rappresentati, tra l'altro, **da OICR** (di qualsiasi tipo, OICVM o FIA, aperto o chiuso) residenti in Italia o in Stati

---

<sup>13</sup> Correttivo introdotto dall'articolo 57, comma 2, lettera 0a), del D.L. 24 aprile 2017, n. 50, convertito con modificazioni dalla legge 21 giugno 2017, n. 96.

<sup>14</sup> A fronte dell'introduzione di questa agevolazione, è stata disposta la soppressione del credito d'imposta (rispettivamente del 6% e del 9%) per le casse di previdenza e per i fondi pensione che era stato introdotto dalla Legge di Stabilità per il 2015, per compensare l'incremento dell'aliquota sui redditi di natura finanziaria, passata dall'11,5% al 20% per gli investimenti dei fondi pensione e dal 20% al 26% per le casse di previdenza private.

UE o *SEE*, aventi le seguenti caratteristiche. **In ciascun anno solare di durata del PIR**, per almeno i due terzi dell'anno stesso, **le somme o i valori** destinati nel piano di risparmio a lungo termine **devono essere investiti per almeno il 70 per cento** del valore complessivo in strumenti finanziari, anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con **imprese residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo con stabili organizzazioni nel territorio medesimo**. La predetta quota del 70 per cento deve essere investita per almeno il 30 per cento del valore complessivo (*i.e.* **21 per cento**) **in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB della Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati (vale a dire imprese a minore capitalizzazione)**. Deve essere osservato, inoltre, un limite di concentrazione del 10 per cento per l'investimento in strumenti finanziari di uno stesso emittente o di emittenti appartenenti al medesimo gruppo o in depositi e conti correnti. Il PIR non può investire in strumenti finanziari emessi o stipulati con soggetti residenti in Stati o territori diversi da quelli che consentono un adeguato scambio di informazioni.

### **Quanto possono investire enti previdenziali e fondi pensione e per quanto tempo?**

Casse e Fondi Pensione possono destinare agli investimenti a lungo termine (inclusi i PIR) **complessivamente fino al 5 per cento del loro attivo patrimoniale, come risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente**. Il limite del 5% si rileva esclusivamente con riguardo al beneficio fiscale, ma non costituisce un vincolo quantitativo all'impiego delle proprie risorse in investimenti a lungo termine in generale. **Al fine di beneficiare dell'esenzione fiscale, gli investimenti qualificati devono essere detenuti per almeno cinque anni**. In caso di cessione anticipata, i redditi realizzati alla cessione (e quelli percepiti durante il periodo di investimento) sono soggetti ad imposta sostitutiva secondo le disposizioni ordinarie, ma senza l'applicazione di sanzioni. In caso di rimborso o di scadenza dei titoli prima dei cinque anni, le somme conseguite devono essere reinvestite, per non perdere l'agevolazione fiscale, entro novanta giorni, in investimenti qualificati. Come chiarito dall'Agenzia delle Entrate (*Circolare n. 3/E del 26 febbraio 2018*), in caso di investimenti indiretti effettuati tramite la sottoscrizione di OICR o la stipula di polizze assicurative, il vincolo di detenzione è riferito esclusivamente all'investitore che deve mantenere la quota dell'OICR o la polizza *PIR-compliant* per il periodo minimo previsto.

### **Decorrenza dell'agevolazione**

In ordine alla decorrenza dell'agevolazione fiscale, gli investimenti devono essere sottoscritti o acquistati **successivamente all'1/1/2017**, restando non agevolabili gli investimenti effettuati in periodi di imposta precedenti. Anche ai fini del computo del periodo minimo di investimento di cinque anni è necessario fare riferimento alla data di acquisizione o sottoscrizione dello strumento finanziario. A tal fine, un investimento può considerarsi effettuato solo nel momento in cui le relative somme sono effettivamente versate dalla Cassa previdenziale o dal Fondo Pensione.

In conclusione, i PIR sono una modalità d'investimento a lungo termine nata con l'obiettivo di sostenere l'economia reale italiana attraverso l'investimento in piccole e medie imprese, quotate o meno ma escluse dall'indice di riferimento per il mercato azionario. Nati per i piccoli risparmiatori, i benefici fiscali sono stati poi estesi anche agli investitori istituzionali, propensi per natura ad avere un obiettivo di lungo periodo. L'investitore che mantiene l'investimento per cinque anni viene premiato con la detassazione sui redditi finanziari.

#### 6.4 FIA quotati: i sottostanti illiquidi negoziabili sui mercati

*Dott.ssa Patrizia Celia, Head of Large Caps, Investment Vehicles & Market Intelligence  
Borsa Italiana - LSEG*

La Direttiva 2011/61/UE del **Parlamento** Europeo, conosciuta come *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD) e recepita in Italia nel 2015, sottopone a disciplina uniforme tutti i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) che non ricadono nell'ambito di applicazione della *Direttiva 2009/65/CE* (OICVM).

Vengono così ricondotti all'interno del perimetro della AIFMD tutta una serie di fondi e veicoli societari, quotati o non quotati, **con caratteristiche anche molto diverse tra loro per struttura interna**, strategia di investimento, mercati di riferimento e che storicamente gravitavano fuori dalla gestione collettiva del risparmio UCITS: *hedge funds* o fondi speculativi aperti e chiusi, fondi chiusi di *private equity* e *venture capital*, fondi chiusi di *private debt*, **fondi immobiliari**, **fondi infrastrutturali** e altri *specialised investment funds*, società di investimento.

All'interno della grande famiglia dei FIA, il sottogruppo relativo ai FIA chiusi sta vivendo un momento di particolare dinamicità, grazie alla **possibilità di investire con strategie tipicamente di medio e lungo termine in una gamma ampia e diversificata di strumenti** e in *asset class* non tradizionali e solitamente di difficile accesso. Ne risulta migliorata la diversificazione del portafoglio e l'ottimizzazione del profilo di rischio-rendimento.

Non a caso sui mercati anglosassoni si registrano oltre 400 *Investment Trust* quotati e oltre 150 miliardi di sterline di *Asset Under Management*.

Vista la naturale capacità dei FIA chiusi di veicolare l'investimento di *asset owner* domestici e internazionali, il dibattito in Italia si sta spostando sulle modalità di ampliamento della base di investitori sottoscrittori, in particolare quando l'*asset class* di riferimento è l'economia reale domestica nelle sue svariate declinazioni. In tale contesto si inseriscono le considerazioni sulla **quotazione dei FIA Chiusi**.

La quotazione dei FIA chiusi consentirebbe infatti di sfruttare l'IPO per concentrare gli sforzi di distribuzione, aumentare la platea di investitori professionali e non professionali (in caso di FIA aperti al *retail*), ottimizzare le risorse disponibili e rendere più efficienti eventuali meccanismi di liquidazione anticipata delle quote (o azioni).

In tale contesto si inserisce il progetto di Borsa Italiana di riposizionamento del MIV, il Mercato regolamentato dedicato ai Veicoli di Investimento, quale mercato capace di supportare il *fund-raising* sia in fase di costituzione del veicolo (tramite IPO) sia in fase successiva (tramite aumenti di capitale) e di agevolare l'ottimizzare dei tempi tecnici di dismissione delle quote (o azioni) di FIA chiusi, senza danneggiare la valorizzazione delle quote di tutti gli investitori che invece continueranno a tenere le quote in portafoglio.

La recente esperienza di quotazione di un fondo di *private equity* e l'importante *pipeline* di altri FIA con strategie di investimento in *venture capital*, infrastrutture, tecnologie, energia rinnovabile e altri settori tipici del *Made in Italy* evidenziano la fiducia dei promotori nella capacità del mercato di supportare la raccolta. **Diventa ora fondamentale trovare le migliori modalità di incontro tra tale offerta e gli interessi degli investitori istituzionali.**

## 6.5 **ELITE BASKET BOND: un'operazione innovativa a favore delle imprese e degli investitori**

*Dott. Maurizio De Martino, Senior Advisor Borsa Italiana - LSEG*

A dicembre 2017 si è chiusa la prima operazione in Italia di **Basket Bond**, un'operazione ideata e sviluppata da ELITE in collaborazione FISG srl. Con *ELITE Basket Bond*, ELITE (società posseduta al 75% da *LSEG Holding Italia S.p.A.* piattaforma internazionale di servizi integrati creata per supportare le imprese nella realizzazione dei loro progetti di crescita), ha identificato una soluzione di sistema per approfondire il suo lavoro a supporto della crescita delle piccole e medie imprese. Il **Basket Bond è uno strumento fortemente innovativo** e consta nell'emissione di titoli garantiti dalle obbligazioni emesse da 10 società partecipanti al programma ELITE, con identiche caratteristiche in termini di durata (10 anni) e tasso, ma con ammontare differente (in questa prima operazione da 8 a 18 milioni di euro), per un valore complessivo di euro 122 milioni.

Le obbligazioni emesse dalle società sono state **interamente sottoscritte da uno Special Purpose Vehicle (SPV)** che ha emesso un'unica tipologia di titoli di ammontare pari alla somma dei singoli strumenti (122 milioni di euro), che sono stati sottoscritti da investitori istituzionali. I titoli dello SPV sono stati offerti ad una platea di investitori istituzionali (tra cui la Banca Europea per gli Investimenti, Cassa Depositi e Prestiti, fondi di credito, banche e Fondazioni) attraverso *ELITE Club Deal*, la piattaforma di *private placement* dedicata alle società ELITE, aperta a strumenti di debito, *equity* e convertibile. Uno degli aspetti più distintivi dell'operazione di *Basket Bond* è rappresentato dalla **garanzia fornita ai titoli**. Le società che hanno emesso le obbligazioni hanno **depositato una percentuale della loro raccolta**, realizzando così un **deposito di liquidità a garanzia degli investitori istituzionali**. Tale deposito è stato costituito in forma mutualistica dalle stesse società emittenti (*credit enhancement*) a valere sulla potenziale prima perdita del portafoglio di obbligazioni.

### **Il contesto e gli obiettivi**

L'Operazione *ELITE Basket Bond* si inserisce in un contesto del mercato del credito dove, in particolare in Italia, **le aziende sono ancora troppo dipendenti da quello bancario**. Il *Basket Bond* di ELITE ha voluto quindi sviluppare delle operazioni di sistema dove le aziende hanno avuto la possibilità di rivolgersi a investitori istituzionali interessati a investire nell'economia reale, rappresentata dai progetti di sviluppo di un gruppo di aziende di media dimensione, **diversificato sia per settore che per area geografica**. La struttura dell'operazione si concilia anche con le esigenze di quegli investitori che possono così, attraverso la medesima transazione, investire in un *pool* diversificato, riducendo il rischio complessivo del loro investimento e con un livello di protezione (*credit enhancement*) che soddisfi il loro profilo di "appetito al rischio". Conciliare queste due esigenze, di aziende e investitori, ha permesso alle società partecipanti di ottenere un costo complessivo della raccolta di nuove risorse finanziarie in linea con le loro aspettative.

### **I vantaggi per aziende e investitori**

L'operazione *ELITE Basket Bond* ha portato a tutti i partecipanti diversi vantaggi. Alle aziende emittenti l'obbligazione, la **possibilità di attivare una nuova fonte di finanziamento**, con una durata di 10 anni non facilmente reperibile attraverso il canale bancario e quindi soddisfare le esigenze di finanziamento a medio/lungo termine per sostenere i loro piani industriali e gli investimenti.

Agli investitori ha permesso di **accedere a un nuovo investimento alternativo** dove *ex-ante* hanno avuto la possibilità di conoscere la composizione del portafoglio di obbligazioni e quindi le aziende emittenti, consentendo loro di valutare puntualmente il rischio dell'investimento.

ELITE *Basket Bond* ha permesso inoltre di creare una **struttura di finanziamento sistemica e standardizzata** e quindi ottenere una ottimizzazione dei costi tipici di queste operazioni complesse. Questo risparmio è stato equamente ripartito tra le società emittenti e gli investitori.

### **Il deposito mutualistico, caratteristica distintiva e punto di forza**

Per la realizzazione di questa operazione, prima e innovativa, sono stati necessari circa 8 mesi di lavoro durante i quali le imprese e i due principali investitori, la Banca Europea per gli Investimenti e Cassa Depositi e Prestiti, con il supporto di ELITE hanno lavorato per la definizione dei piani di investimento legati a ciascuna emissione, alle diverse condizioni delle stesse e infine alla definizione di un processo e di documentazione standardizzata. Molte delle sessioni di lavoro hanno visto le società collaborare insieme e solo nella fase finale della negoziazione dei singoli regolamenti delle emissioni, le società si sono confrontate singolarmente con gli investitori. Riteniamo che questo lavoro, in parte collegiale, abbia permesso alle società di maturare la consapevolezza e la fiducia necessarie per accettare la forma mutualistica della garanzia rilasciata dalle stesse agli investitori. Questa scelta è stata determinata dalla comunicazione che si è creata tra le società partecipanti e dalla valutazione di costo/opportunità che questa forma ha rappresentato. In genere, in queste operazioni la garanzia è fornita da un soggetto terzo ad un costo definito che per le società si va ad aggiungere al rendimento richiesto dagli investitori. Invece, con la modalità del deposito, questo costo si manifesterà alle aziende solo nel momento in cui avverrà una vera perdita, valutata dai partecipanti come evento che difficilmente potrà accadere. Quindi rappresenta un costo che si presume non si dovrà sostenere. Pensiamo che tale meccanismo di fiducia reciproca possa avere un impatto estremamente importante anche per gli investitori nella loro valutazione del rischio complessivo della struttura dell'operazione. L'aspetto mutualistico della garanzia è stato forse uno dei punti maggiormente dibattuti durante tutta la costruzione dell'Operazione ELITE *Basket Bond*.

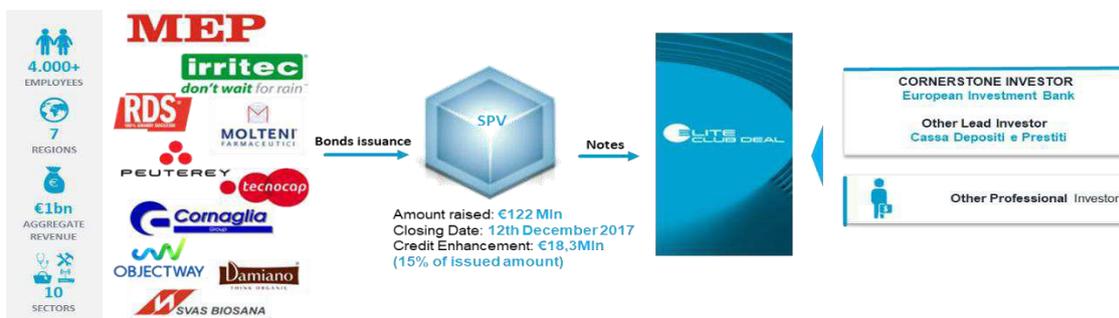
### **Una storia di successo, proiettata nel futuro**

Possiamo considerare l'esperienza di questa operazione una storia di successo, in tutte le sue fasi. Fin dall'inizio le società contattate per partecipare all'operazione, hanno subito aderito, attratti dagli obiettivi che questa si poneva, obiettivi che riteniamo oggi siano ancor più attuali. Durante la presentazione agli investitori abbiamo riscontrato un **grande interesse per la struttura dell'investimento** proposto, in linea sia con il crescente interesse in investimenti nell'economia reale sia nella **mitigazione del rischio di investimento rappresentato dalla diversificazione** e infine dai **contenuti costi**. Successivamente alla chiusura dell'operazione tutte le società emittenti ci hanno confermato di aver ottenuto una serie di ulteriori vantaggi derivanti dalla partecipazione all'operazione ELITE *Basket Bond*. Attivando una fonte alternativa di finanziamento, le società hanno potuto **rinegoziare le condizioni con il sistema bancario**, operazione che ha permesso di rafforzare a medio e lungo termine la loro posizione finanziaria. L'operazione ha permesso inoltre alle società di comunicare con il mercato e ottenere dei benefici di immagine, per alcune estremamente importanti nella loro strategia di crescita all'estero e/o con fornitori e/o clienti multinazionali o di grande dimensione. Abbiamo inoltre osservato che anche gli investitori

istituzionali hanno potuto raggiungere obiettivi non strettamente finanziari attraverso la partecipazione all'operazione quali ad esempio poter allargare la tipologia di investimenti in portafoglio, raggiungere l'obiettivo di investimento istituzionale e/o di sostegno all'economia reale e in particolare allo sviluppo della piccola e media impresa.

ELITE *Basket Bond* è oggi diventato uno *standard* e non solo in Italia; ELITE sta infatti sviluppando diverse iniziative di sistema in collaborazione con primarie istituzioni finanziarie sia in Italia che all'estero. Iniziative che permetteranno alle **imprese eccellenti di continuare a crescere nel proprio mercato di riferimento e in un contesto globale**, e di competere inoltre a livello internazionale dove la dimensione e quindi la crescita anche tramite acquisizioni necessita di importanti risorse finanziarie a medio lungo termine. In conclusione, osserviamo che queste operazioni sono sempre più oggetto di attenzione da parte degli investitori istituzionali alla ricerca di investimenti con solidi fondamentali.

Fig. 6.3 – Processo di creazione del *Basket Bond*



Fonte: Borsa Italiana

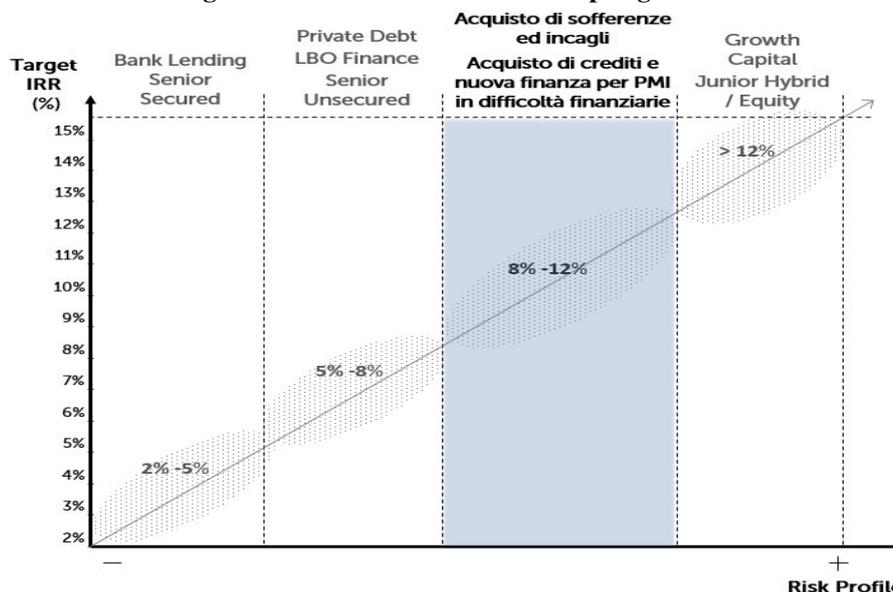
## 6.6 Investire nel credito a sostegno dell'economia reale italiana

*Dott. Paolo Petrignani, Amministratore Delegato Quaestio Capital SGR S.p.A.*

Il settore del credito in Italia presenta oggi interessanti opportunità di investimento. Queste derivano principalmente dalla necessità delle banche, su richiesta della BCE, di ridurre rapidamente le loro esposizioni a crediti deteriorati e, al contempo, dalla forte richiesta di credito da parte delle PMI per ristrutturare la propria azienda e finanziare un percorso di crescita. Inoltre le PMI italiane, storicamente molto dipendenti dal credito bancario, hanno visto **l'offerta di credito ridursi a causa del deleveraging degli istituti bancari**, oltre alla riduzione del numero di banche sul mercato. Nel panorama del credito oggi si possono trovare interessanti opportunità nell'acquisto dalle banche di portafogli di crediti deteriorati in operazioni di cartolarizzazioni tramite veicoli *ex leg. 130* e nell'investimento in singoli crediti di PMI con potenziale erogazione di nuova finanza, in operazioni *ex art. 67 / 182-bis / Concordato Preventivo* in continuità, finalizzate al *restructuring* finanziario e al *turnaround* aziendale. Il settore del credito inoltre dovrebbe continuare a beneficiare di un clima economico stabile, di un mercato immobiliare ancora in molte zone ai minimi storici e di miglioramenti al sistema legale per il recupero crediti, dovuti ai cambiamenti normativi e all'inarrestabile processo di digitalizzazione.

È utile ricordare che in Italia la crisi bancaria ha contribuito alla riduzione del numero delle banche, diminuito la loro propensione al rischio e soprattutto polarizzato il mercato del credito a favore di aziende sane, che hanno un'ampia offerta di finanziamenti a costi molto bassi rispetto alle aziende in difficoltà finanziaria che non hanno alcun accesso al credito.

**Fig. 6.4 - Investimenti nel credito: tipologie e rendimenti**



Fonte: Quaestio

Secondo il report “*The Italian NPL Market – What’s next...?!*” di PwC, pubblicato lo scorso giugno, **in Italia è presente un elevato stock di crediti deteriorati** (circa 165 miliardi di euro) e di inadempienze probabili, i cosiddetti UTP (circa 94 miliardi di euro), che solo di recente è iniziato a diminuire (Fig. 6.5).

**Fig. 6.5 - Trend crediti deteriorati in Italia (€ mld)**



Fonte: The Italian NPL Market – What’s next...?! - PwC, June 2018

Negli ultimi anni è in corso un **forte aumento delle cessioni di NPL**, con **30 miliardi di euro di asset** venduti nel 2016, transazioni per oltre **64 miliardi per il 2017** e stime per il 2018 di circa **70 miliardi di euro**. Le principali banche italiane (MPS, ISP, Banco BPM, BPER e Creval), stanno inoltre portando a compimento piani strategici di valorizzazione delle esposizioni deteriorate.

Si prevede che le nuove linee guida della BCE e l'introduzione delle norme contabili della IFRS 9, avranno un impatto notevole sui volumi di cessione di NPL e UTP nel prossimo futuro. Gli **investimenti totali nel mercato immobiliare italiano (“CRE”) hanno raggiunto 11.1 miliardi di**

**euro** nel 2017, mostrando un'elevata confidenza degli investitori nei confronti del mercato italiano. Si è registrato infatti un controvalore *record* di transazioni nel mercato *Real Estate italiano* nel 2017 con 11.1 miliardi di euro (+22% vs 2016). A fronte di ciò, si conferma il crescente ottimismo nel mercato degli investitori e la domanda per gli immobili italiani. I prezzi immobiliari hanno solo recentemente iniziato a salire, mentre il volume delle transazioni è aumentato già dal 2013.

Per quanto riguarda i miglioramenti del sistema legale, **un recupero più rapido ha un forte impatto sul rendimento dell'investimento in crediti deteriorati**. In seguito alle riforme introdotte nel 2015 e 2016<sup>15</sup>, i tempi di recupero osservati nelle fasi di pre-vendita e vendita<sup>16</sup> nelle procedure di recupero crediti sono diminuiti dell'11% e 43%, ovvero rispettivamente di 3 e 18 mesi.

Quali sono stati i miglioramenti:

- Patto Marciano che con l'accordo del debitore, consente al creditore di acquisire l'asset oggetto di ipoteca più velocemente;
- Possibilità di abbattere il prezzo base del 50% a partire dalla quarta asta;
- Possibilità per il debitore di continuare ad utilizzare un bene strumentale oggetto di ipoteca (i.e. macchinari);
- Innovazioni tecnologiche che rendono più veloci la gestione delle procedure fallimentari ed esecutive (i.e. registro elettronico per i beni strumentali ipotecati, piattaforma online per i creditori).

Il quadro così descritto, ci fa ritenere che il settore del credito in Italia possa avere delle interessanti opportunità di investimento. Le opportunità di investimento si estenderebbero a investitori istituzionali e investitori professionali che considerano i crediti in sofferenza delle banche una *asset class* a sé. Inoltre, gli investimenti perseguiti andrebbero a vantaggio dell'economia reale e a sostenere il sistema delle imprese che hanno storicamente un forte legame con il sistema bancario.

## 6.7 Le *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC)

*Dott. Roberto Italia, Amministratore Delegato Space Holding S.r.l.*

Le SPAC, *Special Purpose Acquisition Companies*, sono veicoli, privi di attività operative pregresse, che vengono costituiti da un *team* di promotori (*Sponsor*) per raccogliere capitali in Borsa con l'obiettivo di acquisire una quota di minoranza o maggioranza di una società *Target* (privata) e in seguito di fondere il veicolo con la *Target*, che a esito della fusione si ritrova automaticamente quotata. La SPAC viene costituita come S.p.A. e **inizialmente finanziata dagli Sponsor** per coprire le spese di gestione e i costi di IPO per raccogliere capitale dagli investitori, offrendo «*units*» composte da azioni ordinarie e *market warrants*. **I capitali raccolti vengono depositati in un conto vincolato indisponibile agli Sponsor** se non su approvazione dell'assemblea degli azionisti. Dal momento dell'IPO gli *Sponsor* hanno solitamente **24 mesi di tempo per individuare una società**

---

<sup>15</sup> D.L.83/2015 e D.L. 59/2016

<sup>16</sup> La fase di pre-vendita include il periodo che intercorre tra l'apertura della procedura e la prima asta. La fase di vendita include il periodo che intercorre tra la prima asta e l'aggiudicazione del bene.

**Target con cui effettuare la Business Combination**, previa approvazione dell'assemblea degli azionisti della SPAC. Una volta individuata la *Target*, inizia la fase negoziale, che in caso di successo termina con la firma di accordo quadro da parte dei consigli di amministrazione delle due società. Dopo l'approvazione da parte dei C.d.A. **l'operazione viene presentata al mercato** e in seguito viene chiamata l'assemblea degli azionisti della SPAC, che avranno il diritto di esprimersi a favore o meno dell'operazione. In caso di voto **sfavorevole** o di astensione dal voto, l'azionista ha **il diritto di esercitare il diritto di recesso che gli consentirà di vedersi rimborsato il prezzo di recesso**<sup>17</sup>. Nel caso in cui più di una determinata percentuale prestabilita del capitale sociale eserciti il recesso, i promotori procederanno all'individuazione di un'altra *Target* da proporre agli azionisti oppure, in caso il periodo di 24 mesi sia terminato, si procede allo scioglimento e liquidazione della SPAC che avverrà al prezzo di recesso. Nel caso in cui l'operazione venga **approvata, si procede all'acquisto della quota nella società Target** e in contemporanea alla fusione per incorporazione nel veicolo quotato, il quale assume la ragione sociale della *Target*. **Da quel momento gli azionisti della SPAC diventano il flottante della società Target quotata.**

## Origini e Sviluppo

Le SPAC sono nate nel 2003 negli Stati Uniti, «sulle ceneri» delle *Blank Check Companies*, che erano state sottoposte a una forte regolamentazione (*SEC rule 419*) e per questo cadute in disuso all'inizio degli anni '90. Dopo anni di inattività di questa *asset class*, nel 2003 *Early Bird Capital*, una piccola banca d'affari americana, promosse la prima SPAC moderna, che rispettava la nuova regolamentazione: **obbligo di depositare il capitale in un escrow account, possibilità di recesso dall'investimento, orizzonte temporale definito ed elevati requisiti di disclosure**. Il fenomeno si è poi diffuso in tutti gli Stati Uniti, dove ad oggi sono state promosse oltre 300 SPAC per una raccolta complessiva superiore ai **45 miliardi di dollari**, e poi anche in Europa, dove hanno trovato territorio particolarmente fertile in Italia. Il primo IPO di una **SPAC sul mercato italiano** risale al 2011 quando *Italy Investment 1*, SPAC di diritto lussemburghese debuttò sul segmento MIV di Borsa Italiana raccogliendo **150 milioni di euro**. Fu poi la volta di *Made in Italy 1* (50 milioni di euro) sul mercato AIM sempre nello stesso anno, mentre la prima SPAC di diritto italiano a debuttare sul mercato regolamentato (MIV) fu *Space* nel 2013, promossa da *Space Holding*, che raccolse 130 milioni di euro. Ad oggi sono state promosse 28 SPAC sul mercato italiano per una raccolta di capitali complessiva pari a 3,7 miliardi di euro, di cui 2,8 miliardi di euro già destinati alle società *target* individuate dai rispettivi *sponsor*. La dimensione media di questi veicoli è 140 milioni di euro, ma nel 2017 sono state promosse due SPAC di dimensioni decisamente superiori, ovvero *SPAXS* e *Space4* che hanno raccolto rispettivamente 600 e 500 milioni di euro.

## Le società Target

La tendenza registrata sul mercato nordamericano è quella di ricercare la società *Target* all'interno di un settore specifico in cui il *team* vanta reputazione ed esperienza. Questo avviene per dare in primo luogo **maggiore credibilità all'operazione** e in secondo luogo l'opportunità ai promotori di diventare *manager* attivi della società risultante dalla *business combination*. Inoltre sul mercato d'oltreoceano il profilo delle società *Target* è molto variegato, in quanto sono state registrate

---

<sup>17</sup> Il prezzo di recesso sul mercato AIM è fissato a €10 per azione, mentre sul segmento MIV dell'MTA è calcolato come il prezzo medio degli ultimi 6 mesi di *trading*.

diverse operazioni di *business combination* con società in *financial distress* oppure con un singolo *asset industriale* (e.g. navi o piattaforme petrolifere). Per quanto riguarda il **mercato italiano** invece, il *trend* che si è attestato in questi anni è quello di promuovere **SPAC con una dimensione ridotta** rispetto alla controparte nordamericana, in quanto i due tessuti imprenditoriali sono significativamente diversi in termini di dimensioni e impostazione, **senza un settore specifico** in cui investire (SPAC generaliste), e **ricercando società di piccola o media dimensione**<sup>18</sup> (PMI) che rappresentino l'eccellenza italiana nel mondo, ovvero società con un **forte posizionamento nel proprio mercato di riferimento, elevate prospettive di crescita** e un **livello di indebitamento sostenibile**. I promotori di questi veicoli italiani sono di norma operatori di successo nell'ambito di banche d'affari e fondi di *private equity*, che godono di elevato *standing* nella comunità finanziaria e presso gli investitori privati e istituzionali, ma che non intendono diventare loro stessi *manager* attivi o comunque sostituire il *management* della *Target*.

### **Le SPAC come veicolo efficiente per investire nell'economia reale**

Il successo delle SPAC in Italia negli ultimi anni non è certamente un caso ed è imputabile al fatto che questo tipo di veicolo d'investimento quotato si è rivelato uno strumento particolarmente efficiente nel consentire agli **investitori di investire in PMI italiane di successo** non solo nel nostro Paese ma anche a livello internazionale, e alle stesse PMI, di **trovare fonti di finanziamento alternative al debito bancario per finanziare la propria crescita**. In particolare diversi vantaggi sono riscontrabili per ognuno dei tre *stakeholder* coinvolti nel processo di *business combination*, ovvero gli azionisti della SPAC, l'imprenditore o l'azionista di controllo della società *Target* e i promotori della SPAC. Per quanto riguarda i primi, questo tipo di veicolo essendo quotato, assicura la **liquidità del proprio investimento** e inoltre consente di avere una sorta di opzione sulla *business combination* in quanto, nel caso in cui l'azionista non gradisse l'operazione presentata dai promotori, ha il **diritto di recedere dall'investimento ed essere quindi rimborsato**. All'imprenditore la SPAC garantisce in primo luogo la **certezza del prezzo di vendita della quota** per la quale ha deciso di aprire il capitale della propria azienda al mercato, in quanto la negoziazione del prezzo avviene all'inizio dell'operazione come per una normale operazione di fusione e acquisizione; in un IPO tradizionale invece le banche d'investimento definiscono una forchetta di prezzo, soggetta alle condizioni di mercato di quel particolare momento storico, solo alla fine del processo (8-12 mesi) con la possibilità quindi di significativi discostamenti da quanto presentato all'imprenditore nella fase iniziale del processo o addirittura con il rischio di dover ritirare l'IPO. In secondo luogo la SPAC garantisce la **certezza di esecuzione dell'operazione in tempi relativamente brevi** (ca. 6 mesi) perché, rispetto ad un IPO tradizionale, la *business combination* con una SPAC avviene a prescindere dalle condizioni di mercato in quanto la SPAC è già quotata e si tratta solamente di incorporare la società *Target*. Infine, non trascurabile è anche il supporto che i promotori, nella quasi totalità dei casi personaggi di grande esperienza nell'ambito di *M&A* e *private equity*, possono apportare alla società nel processo di preparazione alla quotazione e nei mesi successivi. In cambio di questo supporto i promotori, che sono anche azionisti della SPAC, sottoscrivono delle azioni speciali che si convertono secondo un moltiplicatore al raggiungimento di varie soglie di prezzo del titolo, quindi in maniera perfettamente allineata agli interessi degli altri azionisti e dell'imprenditore.

---

<sup>18</sup> Le società che sono state fino ad ora selezionate sul mercato italiano hanno un fatturato che varia da 30 a ca. 600 milioni di euro

## 7. Riflessioni conclusive

*Dott. Davide Squarzony, Amministratore Delegato Prometeia Advisor SIM*

Quando gli amici di Itinerari Previdenziali e Borsa Italiana mi hanno cortesemente illustrato il *concept* del progetto e invitato a prendere parte al “**Tavolo di lavoro sull’economia reale italiana**” (nel seguito “Tavolo”), ho condiviso con loro il dubbio che subito faceva capolino: **come rendere questa iniziativa diversa (e magari più utile) rispetto alla sterminata convegnoistica e pubblicistica in materia?**

Dopo un approfondito confronto con Alessandra Franzosi, Gianmaria Fragassi e Niccolò De Rossi, che avete avuto il piacere di leggere nei Capitoli precedenti di questo sostanzioso “Quaderno”, mi sono convinto sugli obiettivi del Tavolo e sulla modalità di svolgimento dei lavori. Ho quindi partecipato con curiosità e piena propositività alle tre sedute dei lavori, ricavandone le impressioni che cercherò di condividere, in queste poche righe, con tutti i lettori.

In primo luogo è emersa chiaramente la **necessità di darsi delle definizioni**. I racconti degli investitori che hanno portato le loro interessanti testimonianze, unitamente a quelle dell’industria su strumenti di investimento innovativi, hanno con grande evidenza dimostrato come **investire “sull’economia reale italiana” sia un comune sentire**, che però si declina in numerose differenti modalità nei processi di investimento, nelle *asset allocation* e negli strumenti utilizzabili ed effettivamente impiegati. Il paragone che viene spontaneo, anche perché emerso dal Tavolo come altro tema sempre più rilevante per gli investitori, è quello con la “finanza sostenibile”. Anche questo è ad oggi un contenitore forse fin troppo capiente, tanto che la Commissione Europea (*post* parere del *High Level Expert Group*) ha definito un piano di azione che vede al primo posto proprio la tassonomia, per mettere ordine tra acronimi e modalità implementative quanto mai variegate. Da **definizioni chiare e condivise** crediamo quindi non si possa prescindere per rendere significativo e non estemporaneo l’intervento dei capitali istituzionali a supporto dell’economia italiana e per potere di conseguenza chiedere incentivi fiscali ad un Legislatore lungimirante.

La condivisione degli universi investibili nelle diverse declinazioni di “*italian investing*” faciliterebbe anche la **condivisione di percorsi tra più investitori**, della stessa tipologia ovvero insistenti su un medesimo territorio o settore economico. Dal Tavolo è infatti emersa chiaramente la **difficoltà degli investitori con patrimoni più piccoli**, quindi meno strutturati internamente, a procedere in autonomia nella sottoscrizione di strumenti alternativi (come peraltro avviene in tutto il mondo). È emersa altresì la medesima difficoltà da parte dei Fondi Pensione Negoziali (FPN), indipendentemente dalle dimensioni: ciò non ha sorpreso chi ne conosce le caratteristiche amministrative e di *governance*, ma è stato di comune conforto ascoltare da parte dei rappresentanti dei FPN un unanime e quasi accorato appello alle associazioni di categoria e alle istituzioni presenti al Tavolo affinché vengano proposte delle soluzioni che consentano loro di procedere in modo inattaccabile e con costi sostenibili nella auspicata direzione di incremento del *home bias*, ad oggi concentrato solo sull’obbligazionario governativo. La presenza al Tavolo di rappresentanti delle Fondazioni di origine bancaria ha confermato quanto sia stato fondamentale per la loro compatta compagine, rappresentata dall’ACRI, lavorare a fianco della Cassa Depositi e Prestiti (CDP), della quale sono le uniche azioniste oltre al Ministero dell’Economia e delle Finanze (MEF), oltre che delle sue emanazioni (F2i, FII,...): non può che essere questa la strada maestra per le più volte invocate “soluzioni di sistema”, che però richiedono una domanda tanto consapevole quanto autorevole ed una

**razionalizzazione dell’offerta**, oggi forse troppo frammentata e con poca attenzione alle esigenze degli investitori istituzionali italiani. A margine del Tavolo si sono attivate alcune **iniziative “consortili”**, spontanee tra singoli investitori o guidate dalle associazioni (ANIA e Assofondipensione): sono da guardare con grande attenzione e certamente da incoraggiare, auspicando che portino in tempi rapidi a finalizzare investimenti rilevanti per dimensioni e impatto sulle infrastrutture e le imprese del nostro malandato Paese.

L’importanza di una **interlocuzione qualificata e sistematica degli investitori con le istituzioni** rappresenta un altro importante *take away* del Tavolo. Oltre ai già citati MEF e CDP è stata coinvolta molto opportunamente anche Banca d’Italia, dando all’iniziativa un valore necessariamente diverso alla consueta convegnoistica. In questo è fondamentale il ruolo di Borsa Italiana, che pur essendo una società privata, parte di un grande Gruppo internazionale come il *London Stock Exchange* (LSE), mantiene una funzione economica e strumentale che la rende *trait d’union* ideale sia **tra investitori e le sopracitate istituzioni** (magari aggiungendo anche CONSOB), sia tra **investitori e imprese** (magari inserendo una specifica iniziativa nell’ambito del “programma ELITE”, che ha raggiunto quota 1015 aziende, di cui oltre 648 italiane, per oltre 72.5 miliardi di euro di ricavi e più di 422 mila dipendenti)<sup>19</sup>. Non ci piacciono i “tavoli permanenti”, ma l’auspicio è che questo *Quaderno* rappresenti il **“manifesto” di un nuovo modo di lavorare assieme per un obiettivo comune** ad investitori e istituzioni, ma credo a tutti gli italiani: **un Paese che cresce di più** e in modo più sostenibile, con infrastrutture materiali e sociali che formano il cittadino e gli danno più opportunità di fare impresa e lavorare.

È emerso, infine, quello che ad oggi non possiamo che considerare un auspicio: colmare lo iato che sempre più separa gli investitori da quello che per loro è lo Stato, ovvero viglianti e legislatori. Le *best practices* internazionali insegnano che gli interventi più significativi dimensionalmente e con approccio di lungo termine, che giustifica **mirati incentivi fiscali**, avvengono in programmi di cosiddetto **“Partenariato Pubblico Privato” (“PPP”)**. Credo che anche in Italia si debba puntare in questa direzione, dando anche agli investitori la stessa sensazione che si vuole dare ai cittadini: uno Stato che agevola la loro attività, disponendo **norme chiare e in linea con i tempi**, per poi vigilarne il rispetto da parte di soggetti privati autonomi, senza duplicazioni e inutili orpelli burocratici. Sarebbe il viatico per progetti di PPP rilevanti, che potrebbero essere avviati senza aggravii sulle già provate finanze pubbliche semplicemente **rendendo “di scopo” la fiscalità che grava sugli investitori**, e in particolare sulla fase di accumulo dei patrimoni previdenziali di primo e secondo pilastro. Sarebbe il modo per trasformare una anomalia italiana (nel mondo, come noto, prevale il modello “EET”) in un viatico per lo sviluppo di progetti condivisi, in grado di attrarre risorse pubbliche comunitarie e private da tutto il mondo, visto il grande interesse dimostrato per questa tipologia di *asset* da fondi sovrani e di investimento. Sarebbe forse anche **l’occasione per tassare finalmente sul realizzato anche i Fondi Pensione**, ultima forma di investimento sulla quale la gabella incide sul maturato, con l’occasione coinvolgendoli in progetti di PPP nei quali lo Stato impieghi la corposa raccolta di “TFR inoptato”, riportandola finalmente all’impiego per essa previsto dalla Legge, semplicemente **destinando queste risorse a specifiche tipologie di investimento pubblico e non più alla spesa corrente...**

---

<sup>19</sup> Fonte: ELITE Borsa Italiana, dati aggiornati a dicembre 2018

