

*“Il ‘basic’ della finanza previdenziale:  
principi e criteri di valutazione”*

**Daniele Pace – Presidente di Consulenza Istituzionale**

**Davide Squarzoni – DG di Prometeia Advisor Sim**

# Status Quo

- Trascorso il terzo anniversario dall'inizio della peggiore crisi finanziaria del dopoguerra, i mercati finanziari continuano ad essere estremamente ostici ed in mano ai traders, mentre gli investitori di lungo periodo si arrovellano nel dilemma *“inflazione o deflazione... questo è il problema!”*
- Gli investitori previdenziali italiani sentono il bisogno di criteri di investimento e contabilizzazione delle loro attività finanziarie compatibili con la loro mission e allineati rispetto all'evoluzione dei mercati:
  - il “nuovo 703/96” potrebbe andare in consultazione entro fine anno (Disanto MEF il 14 luglio a Mefop), con stesse linee guida della versione precedente e con la consapevolezza che l'attuale DM non avrebbe di per sé evitato catastrofi
  - le Casse di Previdenza, che pur si ispiravano al 703/96 nel loro anelito di criteri e limiti unitari per i loro investimenti, possono percorrere la via della predisposizione di un codice di autoregolamentazione, che potrà fornire spunti interessanti per la revisione di cui sopra
- Tali criteri dovrebbero essere forniti e verificati puntualmente da Autorità di Vigilanza competenti e organizzativamente adeguate. L'autoregolamentazione può essere auspicabile anche per ovviare questa carenza

# De Principia

- Finanza e previdenza appartengano a due ambiti concorrenti ma distinti. Illusorio utilizzare la finanza in luogo di imprescindibili interventi su contribuzione e spesa previdenziale al fine di sanare o impedire eventuali sbilanci di tipo tecnico. La strumentazione finanziaria non può che assolvere il ruolo di rendere le gestioni previdenziali più efficienti ed eque nei confronti delle coorti di iscritti
- Gli investitori previdenziali devono essere lasciati liberi di gestire le proprie risorse finanziarie, a condizione che ciò avvenga secondo modalità efficienti. Libertà significa assenza di vincoli arbitrari di tipo statico e generalizzato, che sono dannosi sia perché ingenerano inefficienze sia perché sono ingannevoli, dando l'illusione di generare un'allocazione delle risorse finanziarie efficiente e coerente con i principi di prudenza. Libertà deve però far rima con responsabilità (*prudent man*) e professionalità!
- La verifica dei requisiti professionali ed organizzativi, oltre all'esplicitazione di eventuali criteri e limiti agli investimenti, spetta alle Autorità di Vigilanza, alle quali si richiede quindi estrema competenza e organizzazione adeguata. L'autoregolamentazione può essere auspicabile anche per ovviare questa carenza

# Miliarium I

- L'investitore previdenziale dovrebbe, prima di intraprendere la sua attività, decidere cosa vuole ottenere, in quale tempo e con quale oscillazione massima tra l'inizio e la fine del periodo: in altri termini definire gli obiettivi della attività di investimento. Ciò risulta tanto più importante quanto più la governance rimane fortemente ispirata a criteri di rappresentanza e quanto maggiore è il peso degli organi politici rispetto alle strutture tecniche
- Tali obiettivi dovrebbero tradursi in una delibera quadro, ispirata alla delibera COVIP del 9 dicembre 1999, che indichi chiaramente e preventivamente quali obiettivi finanziari, in termini di indicatori di rendimento e rischio, si intendono raggiungere, con riferimento a quale lasso temporale e perché quelli e non altri.
- Tale delibera andrebbe trasmessa all'Autorità di Vigilanza, vincolando poi gli Organi politici e tecnici della Cassa, nonché gli eventuali consulenti, a valutare la coerenza delle scelte di portafoglio effettuate con i contenuti di tale delibera. La delibera può essere motivatamente modificata con successive delibere sostitutive, sempre da trasmettere all'Autorità di Vigilanza

# Miliarium II

- Gli obiettivi finanziari delle casse di previdenza di primo pilastro dovrebbero essere identificati in connessione con i meccanismi di calcolo delle posizioni pensionistiche individuali in essere nel sistema pubblico. La media mobile quinquennale del tasso di crescita del PIL nominale è un floor ragionevole se viene confrontata con una analoga media mobile dei tassi di rendimento ottenuti dalla Cassa nei singoli esercizi, se e solo se tali rendimenti vengono calcolati in modo opportuno (alcune proposte nel seguito). Infatti, la principale passività che una gestione pensionistica deve battere o almeno eguagliare è il tasso di crescita del salario reale, sì da avere montanti almeno equivalenti, in termini attuariali, di consumo presente e futuro
- La previdenza di secondo pilastro presenta oggi obiettivi variegati, anche se nessuno pare coerente con la “complementarietà” rispetto al primo pilastro. La convergenza ai dettami del DM 703/96 (virtualmente già in vigore) ed il prossimo adeguamento alla gestione in delega con gestori, banca depositaria, mark to market e NAV mensile...come riuscirà a conciliare fondi pre-esistenti, PIP, fondi aperti e fondi negoziali?

# Miliarium III

- La finanza previdenziale si differenzia da quella tradizionale per la necessità di trovare un equilibrio tra diverse esigenze di natura contabile e gestionale, tra loro non indipendenti
- È infatti desiderabile uno smoothing dei rendimenti annuali e quindi l'accumulazione a tal fine di una riserva di bilancio, sul modello delle imprese di assicurazione. Ciò consentirebbe di mitigare il fenomeno dei “rendimenti d'annata” nel rispetto delle capacità gestionali e dunque dell'autonomia di ogni investitore previdenziale. Inoltre, alla luce di una scarsa educazione finanziaria presente nella gran parte della popolazione, la diminuzione della variabilità dei rendimenti determinerebbe una minore presenza di fenomeni di euforia o panico e, per questa via, una minore pressione sui decisori per l'adozione di scelte d'investimento improntate ad emotività
- La via tecnica per raggiungere questo obiettivo è quella di adottare principi contabili e criteri di valutazione delle diverse tipologie di attivi coerenti con gli obiettivi di stabilità dei rendimenti e di solidità e trasparenza delle forme di investimento utilizzate

# Contabilità Previdenziale

- La finanza previdenziale rifugge dalla considerazione che il mark to market sia l'unico criterio di valorizzazione di un attivo di portafoglio
- Le **immobilizzazioni finanziarie** sono compatibili, ed anzi utili ad ottenere la desiderata stabilità dei rendimenti annuali. Tuttavia non si può immobilizzare qualsiasi cosa, magari molto tempo dopo averla acquistata: nel seguito vengono proposti alcuni possibili criteri per le immobilizzazioni
- Quanto immobilizzato partecipa al rendimento solo attraverso la sua generazione di proventi certi. Il resto del portafoglio può essere valorizzato (si veda il seguito per i dettagli):
  - con **NAV** calcolati da terze parti indipendenti su veicoli di investimento chiusi e dotati di tutte le necessarie autorizzazioni
  - con un **mark to model**, con modelli forniti dall'Autorità di Vigilanza o da essa validati
  - **mark to market**, in tutti gli altri casi

# Immobilizzazioni

- Per quanto attiene le immobilizzazioni materiali, si ritiene necessario rivalutarle almeno con la stessa periodicità con la quale viene redatto il bilancio tecnico. Gli immobili, in particolare, richiedono l'utilizzo di un esperto indipendente autorizzato allo svolgimento dell'attività a beneficio dei fondi immobiliari: con le stesse regole di tale industria l'esperto viene selezionato e periodicamente sostituito
- Quando è possibile e ragionevole, invece, ricorrere all'immobilizzazione di un attivo finanziario? Secondo la nostra opinione quando, al momento dell'acquisto:
  - gli emittenti sono stati sovrani o organismi sovranazionali appartenenti alle principali aree sviluppate mondiali
  - le obbligazioni di altri emittenti che prevedono una probabilità di restituzione del capitale a scadenza almeno equivalente a quella che si avrebbe investendo in titoli governativi italiani di analoga scadenza. A tale scopo consideriamo necessaria la ricorrenza sull'emittente della duplice condizione di: i) almeno due giudizi favorevoli in tal senso da parte delle maggiori agenzie di rating; ii) del valore del CDS sulla scadenza desiderata non superiore a quello del titolo governativo italiano di pari scadenza da almeno 3 anni
  - esiste una garanzia assicurativa prestata da un soggetto autorizzato all'esercizio dell'attività assicurativa in Paesi che si siano adeguati alle normative di vigilanza condivise a livello internazionale, quindi controparte riconosciuta dallo Stato. Il soggetto garante deve disporre di: i) un rating pari o superiore a quello del debito sovrano italiano di pari scadenza da parte di almeno due delle principali agenzie di rating e di un valore medio del CDS sulla scadenza desiderata non superiore a quello del titolo governativo italiano di pari scadenza da almeno 3 anni
  - esiste una delibera del CdA inviata all'Autorità di vigilanza in base alla quale la Cassa si impegna a detenere il titolo fino a scadenza

# Net Asset Value (NAV)

- Il mercato propone attività finanziarie intrinsecamente illiquide, per le quali esiste un mercato secondario attivo ed un NAV calcolato, su base almeno semestrale, da soggetti terzi indipendenti autorizzati
- Tra questi strumenti ricordiamo, ad esempio: fondi immobiliari, fondi di private equity, fondi hedge. Tipicamente non sono quotati, e se lo sono esprimono normalmente sconti sul NAV anche rilevanti, dovuti alla rarefazione degli scambi ed al premio richiesto per la illiquidità
- In questi casi è ragionevole una valorizzazione di bilancio a NAV, con redditività pari alla distribuzione di dividendi e di equity quando supera il rimborsato supera il commitment, al netto di eventuali svalutazioni del NAV rispetto al valore riportato nell'esercizio precedente
- Per i fondi chiusi, in deroga alla valorizzazione al NAV, ma esclusivamente fino al termine del periodo di investimento previsto dal regolamento del fondo al momento della sottoscrizione (no proroghe successive), potrà essere utilizzato il valore del capitale richiamato, al netto delle commissioni di gestione e di eventuali distribuzioni di equity durante il periodo di investimento. Questo al fine di mitigare le indesiderate volatilità ed iniquità intergenerazionale dovute al tipico effetto "J curve" cui i fondi chiusi sono soggetti nel loro periodo iniziale

# Mark to Model

- Esistono poi attività finanziarie per le quali non esiste un prezzo di mercato significativo né un NAV calcolato da un soggetto terzo, quali ad esempio derivati OTC e note strutturate
- In questi casi, come già accade per gli intermediari bancari e assicurativi, una gestione ed una vigilanza professionali e prudenziali richiedono il calcolo di un valore mark to model, effettuato da parte di soggetti reputati in grado di svolgere tale attività, secondo modelli consolidati
- A tal fine sarebbe opportuno che l'Autorità di Vigilanza detenesse un elenco dei soggetti abilitati e che rilasciasse una libreria di modelli di riferimento per il calcolo del fair value delle principali tipologie di queste attività
- Naturalmente ciascun investitore potrebbe adottare modelli proprietari, purché essi vengano condivisi, anche attraverso il silenzio assenso, dall'Autorità di Vigilanza. Nel caso di modelli forniti da terze parti, tali modelli devono essere costruiti e commercializzati da soggetti indipendenti dalle controparti finanziarie, dai collocatori degli investimenti e dalle agenzie di rating. Requisito imprescindibile per i modelli proprietari è che siano costruiti e utilizzati in base alla best practice internazionale per gli enti di previdenza

# Mark to Market

- Tutte le attività finanziarie che non rientrano nelle fattispecie delle immobilizzazioni finanziarie, dei veicoli a NAV e dei titoli mark to model, con le definizioni e le limitazioni precedentemente ricordate, dovranno essere valutate secondo il principio del mark to market
- Anche questo criterio di valutazione, tuttavia, richiede specifici accorgimenti, in particolare su quali prezzi utilizzare al fine di rendere significative le valorizzazioni e le attribuzioni ai montanti contributivi
- Esiste infatti una proporzionalità diretta tra frequenza di valorizzazione e puntualità dei prezzi utilizzabili: nella previdenza italiana coesistono calcolo del valore quota mensile (FPN e FPA), meccanismi di tipo assicurativo (PIP), rivalutazioni sulla base dei valori del bilancio annuale (FPP)
- È quindi fondamentale che anche con riferimento a questo criterio di valorizzazione, apparentemente facile da definire ed applicare si trovino regole condivise che siano al tempo stesso prudenziali e sensate per investitori previdenziali
- Necessario corollario dovranno poi essere le regole per poter utilizzare riserve di bilancio (fondo oscillazione titoli) volte a mitigare la inevitabile maggiore volatilità delle valorizzazioni

# Limiti agli Investimenti: status quo I

- Più volte reclamati dai Vigilanti e dagli stessi investitori, sono da considerarsi tanto più utili quanto più coerenti con la tipologia di schema previdenziale che li adotta, con la modalità di gestione implementata (in primis diretta vs in delega) e con la effettiva possibilità di essere verificati ex ante dall'investitore ed ex post dai Vigilanti
- L'approccio dell'ancora attuale e più volte decantato DM 703/96, certamente sensato per la situazione dell'epoca (avevamo ancora la traballante Lira, non esisteva ancora la previdenza complementare e le Casse erano di recente privatizzazione o di prossima istituzione) è quello del "diritto positivo" (puoi fare solo quello che è scritto nella norma) e puntualmente prescrittivo. Per memoria:
  - possibile investire in titoli di debito e capitale, parti di OICVM, quote di fondi chiusi. Inoltre: PCT, liquidità e derivati (ma solo con rischio equivalente (?) all'acquisto a pronti, per eliminare/ridurre il rischio del sottostante, assicurare maggiore liquidità sempre senza comportare maggiori rischi (!) -> **UCITS?!**
  - liquidità: max 20% -> **CRISI, ANELITO DI ABSOLUTE RETURN?!**
  - quote fondi chiusi: max 20% del patrimonio del fondo pensione e max 25% del valore del fondo chiuso -> **PRATICABILITA'?!**
  - titoli di debito e capitale non negoziati in mercati regolamentati di Paesi UE, US, Canada e Giappone: max 50% (di cui max 10% titoli di capitale) se membri OCSE; -> **MIFID, globalizzazione?! ...**



# Limiti agli Investimenti: status quo II

- ... e ancora:
  - complesso dei titoli di debito e capitale emessi da Paesi non OCSE o da organismi internazionali cui aderisce almeno uno degli Stati UE: max 20% -> ...??
  - titoli di debito e capitale emessi da soggetti diversi da Paesi OCSE ovvero residenti in detti Paesi, purché negoziati nei mercati regolamentati di cui sopra: max 5% -> **MIFID,...**?
  - fermi i limiti già esplicitati, titoli di debito e capitale (compresi derivati) emessi da stesso emittente (singolo o gruppo): max 15%, ovvero 5% se non negoziati nei mercati regolamentati di cui sopra. Esclusi da tali limiti i titoli di debito emessi da Paesi OCSE -> **UCITS, UEM, Lehman, Grecia?!**
  - denominazione valutaria degli investimenti del fondo pensione: minimo 1/3 (!?) nella valuta congruente con quella nella quale devono essere erogate le prestazioni, tenuto conto in detto limite degli effetti di copertura valutaria posti in essere. Le attività espresse in ECU sono considerate congruenti rispetto a qualsiasi moneta...

# Limiti agli Investimenti: desiderata

- Criteri di gestione: nel richiamo alla sana e prudente gestione si pongono corretti obiettivi di diversificazione ed efficienza nella gestione del portafoglio, diversificazione dei rischi e contenimento dei costi. Da valutare la coerenza dell'obiettivo di massimizzazione dei rendimenti (nominali?) netti per un investitore previdenziale, mentre tangibile è l'obsolescenza dei limiti quantitativi puntuali (lo sarebbe ugualmente tra 15 anni scrivendo nuovi limiti oggi)
- Anche se il Vigilante può stabilire deroghe ai limiti o fissarne di più stringenti, l'esperienza ha mostrato come ciò avvenga necessariamente ex post rispetto ai momenti di effettiva necessità. Indispensabile quindi passare ad un approccio di “diritto negativo” (non puoi fare solo quello che ti viene esplicitamente vietato, il resto si) con le dovute macro limitazioni prudenziali e dando molta più enfasi ad una efficace gestione e controllo sia dei rischi di mercato (tutti quelli che la crisi ha portato definitivamente alla luce) sia di quelli specifici di ogni forma previdenziale (funding ratio, tasso di sostituzione, gap liquidità tra attivo e passivo, poste “a vista” vs investimenti di lungo termine,...)
- A maggiori gradi di libertà concessi ai soggetti vigilati deve necessariamente accompagnarsi una Autorità di Vigilanza in grado di verificare che le strutture organizzative ed i processi dei vigilati siano proporzionalità ai loro obiettivi ed alle modalità di gestione che intendono adottare: da ambo i lati occorrono quindi adeguate numerosità e competenze, oltre all'impiego di outsourcers certificati, in grado di offrire reale valore aggiunto e creare know how

# Possibili Macro - Limiti agli Investimenti

- Con riferimento al valore del patrimonio, valutato almeno su base trimestrale secondo i criteri di valorizzazione degli attivi di bilancio descritti in precedenza, alcune limitazioni appaiono coerenti anche con obiettivi e metodologie di gestione e vigilanza “*risk based*”:
  - esposizione diretta e indiretta ai valori immobiliari non superiore al 50%
  - titoli per i quali si adotta la metodologia di valorizzazione *mark to model* per importo non superiore al 25%. Comunque la sommatoria tra esposizione a valori immobiliari e titoli valorizzati *mark to model* non potrà superare il 50%
  - immobilizzazioni finanziarie: fino al 50% del patrimonio mobiliare. Tale valore soglia, da raggiungersi entro 5 anni, dovrà poi essere calibrato e attentamente vigilato, rispetto alla compatibilità con gli obiettivi del singolo investitore e con il livello di liquidabilità dell’attivo rispetto agli impegni nei confronti degli iscritti (saldo previdenziale per le Casse)
    - partecipazioni azionarie strategiche: vanno dimostrate tali all’Autorità di Vigilanza, per la loro strumentalità o per un comprovato interesse per l’Ente o per i propri iscritti. Qualora il controvalore di mercato (per i titoli quotati) o il patrimonio netto (per i titoli non quotati) risultino al termine dell’esercizio superiori o inferiori di oltre il 30% al valore di immobilizzo, verrà registrata una sopravvenienza attiva o passiva, sempre di competenza dello stato patrimoniale, che non transiterà quindi dal conto economico
  - peso di titoli di debito o capitale emessi da singolo emittente: non si ritiene utile porre limite univoco, data l’estrema eterogeneità delle modalità di gestione. Essendo il modo più semplice per indurre massima diversificazione, tuttavia, si ritiene auspicabile che ciascun investitore previdenziale espliciti tale vincolo nei confronti di tutti gli stakeholders dello schema previdenziale e dell’Autorità di Vigilanza

# Risk Management I

- Al di là degli obblighi di rendicontazione formale, vigilanza ed informativa agli iscritti, ciascun investitore previdenziale ha la necessità di poter valutare almeno mensilmente l'esposizione del proprio patrimonio a fattori di rischio, sia macroeconomici che propri di singole asset class o singoli titoli
- Altrettanto necessario disporre di informazioni sul controvalore in cash di eventuali, improvvisi, smobilizzi, anche parziali, del patrimonio.
- Quanto sopra configura la cosiddetta attività di *risk management*, che deve costituire un presidio continuativo nel processo di investimento, impiegando risorse umane e tecnologiche adeguate agli strumenti che si intendono utilizzare nella gestione
- Gli strumenti ed il processo di risk management adottati dovranno essere coerenti con gli obiettivi ed i limiti di ciascuna gestione previdenziale, pur contenendo un set di indicatori comuni relativi al rendimento ed al rischio calcolati in termini assoluti. Diversi saranno, poi, gli approcci utilizzati da chi adotta un approccio di tipo Asset & Liability Management (ALM) piuttosto che di gestione a rendimento assoluto o relativo ad un benchmark di mercato

# Risk Management II

- Ferma restando la libertà di ciascun investitore nella costruzione ovvero nella scelta dei modelli di *risk management* da adottare, essi dovrebbero almeno fornire indicazioni su:
  - classificazione delle singole attività per omogeneità di esposizione a singoli fattori di rischio. In altri termini, ciò che conta non è la definizione giuridica del titolo bensì la natura della sua esposizione a fattori di rischio
  - esposizione del patrimonio alle classi di attivo e/o ai fattori di rischio, sommando le esposizioni dei singoli investimenti in base ad espliciti ed univoci criteri di valutazione degli attivi
  - misure di redditività *mark to market* del patrimonio mobiliare (fra cui almeno il calcolo *time weighted*), della sua rischiosità finanziaria (es. volatilità, VaR, *Expected Shortfall*, etc.), del livello di “sostenibilità delle passività” (*funding ratio*, rendimento di equilibrio, riserva legale, etc.)

# Risk Management III

- ... e ancora:
  - cause dell'eventuale scostamento dal tasso di rendimento obiettivo del periodo (performance attribution analysis), calcolato secondo la metodologia time weighted, in coerenza con il principio di sostenibilità/adequatezza, e la relativa misura di rischio obiettivo, conseguente al livello di rendimento individuato
  - cause dell'eventuale scostamento dal livello di rischio obiettivo (risk attribution analysis), determinato in base all'avversione al rischio dell'aderente medio o specifico del comparto, con il relativo rendimento atteso conseguente al livello di rischio individuato
  - analisi di *cash flow matching* sulla base della valutazione annuale prospettica dei flussi attivi (contributi), passivi (prestazioni e spese) e dei saldi di cassa
  - analisi dei risultati ottenuti rispetto ad un indice di riferimento "benchmark" che sintetizzi il rendimento e la rischio obiettivo e rispetti l'insieme dei vincoli e limiti stabiliti. Ciascuna investitore sarà libero di valutare se adottare tale benchmark a complemento (o in sostituzione) del tasso di rendimento obiettivo