



FONDO PENSIONE PER IL PERSONALE CARIPLO

Convegno di Primavera

*“Investimento dei patrimoni previdenziali per lo sviluppo: nuove regole e
incentivi”*

Roma, 18 marzo 2015



Cosa cambia con le nuove regole per fondi e casse

- Analisi del DM 166/2014 - Principali aspetti di novità
- DM 166/2014 e Revisione del DPI
- L'incremento del livello di rischio
- Conclusioni

- **Limiti qualitativi**

Vengono introdotti una serie di indicazioni di tipo qualitativo che si ispirano al principio generale della sana e prudente gestione. Ai fondi pensione è infatti richiesto di:

- ottimizzare la combinazione redditività - rischio del portafoglio (tenuto conto di qualità, liquidabilità, rendimento e livello di rischio degli strumenti);
- perseguire un'adeguata diversificazione del portafoglio (contenimento della concentrazione dei rischi per emittenti, gruppi, settori e aree geografiche);
- seguire un criterio di efficiente gestione (contenimento dei costi di transazione).

- **Limiti quantitativi**

Sono stati eliminati molti dei limiti quantitativi presenti nel DM 703/96.

Le operazioni vietate sono espressamente indicate (nel DM 703/96 veniva fatto un elenco di operazioni/strumenti ammissibili e tutte quelle non indicate erano considerate automaticamente vietate).

Il nuovo DM 166/14 ha ampliato l'universo investibile consentendo, ad esempio, di investire in "OICR alternativi" (FIA), in strumenti di paesi non OCSE non negoziati in mercati regolamentati, in strumenti finanziari connessi a merci. Inoltre, è stato eliminato il vincolo normativo relativo alla liquidità ma è stata ristretta l'esposizione valutaria.

I DM 703/96 limitava l'universo investibile ad un numero chiuso di attività, mentre la nuova disciplina fa riferimento invece ad una serie molto più ampia, potenzialmente suscettibile di coprire l'intero universo investibile, preservando in ogni modo la finalità previdenziale dell'investimento. Si apre anche alla possibilità che il fondo pensione investa in fondi a condizione che tale scelta sia motivata e che la politica di investimento sia compatibile.

Per garantire un'adeguata protezione degli interessi degli aderenti è però indispensabile una maggiore responsabilizzazione dei fondi pensione nel controllo e nella gestione dei rischi.

In particolare il comma 3 dell'art 3 che i fondi adottino “*processi e strategie di investimento adeguati alle proprie caratteristiche e per i quali sia in grado di istituire, applicare e mantenere congruenti politiche e procedure di monitoraggio, gestione e controllo del rischio....*”. A tale scopo i fondi dovranno “verificare regolarmente l'adeguatezza e l'efficacia di struttura, politiche e procedure e adottare le conseguenti misure correttive”.

Il Decreto, con un tempismo quasi diabolico, esce in concomitanza con la revisione del Documento sulla politica di investimento che i fondi pensione stanno attuando.

A tale proposito le previsioni macro, che saranno utilizzate per le ipotesi di simulazione per la declinazione degli obiettivi strategici, registrano un consenso pressoché unanime di rendimenti molto bassi per un periodo di tempo prolungato.

Pertanto le promesse pensionistiche contenute nei documenti redatti tre anni fa, a fronte delle dinamiche intervenute sui mercati (in termine di variazione dei rendimenti, delle volatilità e delle correlazioni) non possono più essere considerate pienamente attendibili, o comunque sono suscettibili di una profonda revisione in funzione delle mutate condizioni di mercato.

Di fatto, per mantenere gli stessi livelli delle prestazioni di previdenza integrativa, si renderà necessario assumere maggiori livelli di rischio.

Peraltro le aperture introdotte dal nuovo Decreto in tema di investimenti ammissibili, vanno proprio in questa direzione, ma l'utilizzo di queste nuove asset class pone un problema in termini di incremento del profilo di rischio complessivo dei portafogli, perché trattasi, in generale, di investimenti che presentano un livello di rischio/rendimento più elevato.

L'incremento del livello di rischio

Peraltro l'incremento del livello di rischio non implica necessariamente l'introduzione di nuove asset class.

Anche nell'invarianza del peso dei benchmark obbligazionari nei portafogli degli fondi pensione il rischio assoluto è cresciuto ed è destinato a crescere ulteriormente.

Basta verificare l'evoluzione della duration dei principali indici obbligazionari che si è verificata nel corso degli ultimi anni.

(Fonte Schroders)	Duration 2006	Duration 2014	Variazione
Global Bond	5,3	6,5	1,2
Global I/L Bond	9,3	11,8	2,5
Global Corporate	5,4	6,3	0,9
Euro Government	6,3	7,3	1
Euro Bond	5,5	6,4	0,9
US Bond	4,5	5,4	0,9

L'incremento del livello di rischio

L'incremento del livello di rischio è tra l'altro sempre meno mitigato dall'effetto diversificazione.

Quindi l'introduzione di nuove asset class garantisce in misura sempre minore il benefico effetto dato dalla diversificazione.

Infatti il livello delle correlazioni delle diverse asset class è aumentato col tempo, senza considerare poi che nei momenti di massima crisi, dove più necessiterebbe la decorrelazione, tutte le asset class si muovono nella stessa direzione e con la medesima intensità (e l'evidenza empirica di questi anni ne è la miglior testimonianza).

(Fonte Schroders)	Correlation rolling 3y 2006	Correlation rolling 3y 2014	variazione
S&P/US Govies	0,4	0,82	0,42
MSCI World/Global Govies	0,25	0,89	0,64
MSCI World/Commodities	0,3	0,54	0,24
Global Govies/Real estates	-0,14	0,9	1,04
MSCI World/Real estates	0,87	0,95	0,08

L'incremento del livello di rischio

Non di meno in un contesto di tassi bassi, crescita debole e di progressivo esaurimento delle riserve di valore che hanno giocato positivamente sulle performance degli anni passati, ogni variazione negativa registrata dalle gestioni previdenziali nel prossimo futuro, anche se contenuta sul piano assoluto, rischia di non poter essere compensata nel breve e medio periodo dal contributo dato dai mercati. Oggi, a differenza di quanto avvenuto anche in un recente passato, appare difficile immaginare che si riproducano le condizioni per una facile ripresa dopo un crollo dei mercati. Conseguentemente anche una perdita contenuta sul piano relativo può consolidarsi nel corso dell'anno ben più di quanto sia avvenuto in passato in presenza di perdite ben più rilevanti.

Ed a questa instabilità relativa sono decisamente più sensibili quegli investitori che operano con vincoli di obiettivo (ad esempio conseguire un risultato superiore allo zero, ovvero a un rendimento convenzionale, Tfr), come i fondi pensione.

Per quanto citato sinora è quindi fondamentale l'importanza di valutare con estrema attenzione e cautela tutte quelle ipotesi di investimento che comportino una maggiore volatilità dei risultati. La ricerca di rendimenti aggiuntivi spinge a considerare categorie di strumenti con maggiori rischi, gli stessi che dovrebbero però essere valutati tenendo conto della contropartita che si assume in termini di downside, cioè del rischio di conseguire una perdita superiore alla propria tolleranza.

Ogni decisione che implichi un cambiamento in questa direzione dovrebbe essere assunta solamente entro il quadro di una rivisitazione delle proprie strategie e di una rinnovata valutazione del proprio "appetito" al rischio, ed in questo senso i Consigli di Amministrazione dei singoli fondi, anche in una struttura multicomparto od in un percorso «life-cycle», non posso abdicare al proprio ruolo di responsabilità, nemmeno attraverso l'alibi dei consulenti.