

Quaderno di approfondimento 2020

Sostenere lo sviluppo del Paese: una scelta davvero "alternativa"?

**Investitori istituzionali e strumenti alternativi
per l'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 2020

Sostenere lo sviluppo del Paese: una scelta davvero "alternativa"?

Investitori istituzionali e strumenti alternativi per l'economia reale

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

Coordinamento scientifico

Niccolò De Rossi
Gianmaria Fragassi
Alessandra Franzosi

Contributors

Niccolò De Rossi
Gianmaria Fragassi
Alessandra Franzosi

Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali
Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali
Head of Pension Fund & Asset Owners Borsa Italiana

Alessandro Agosti
Alberto Alfiero
Patrizia Celia
Gwenola Chambon
Sergio Corbello
Mounir Corm
Andrea Efficace
Giorgio Fano
Matteo Franchetto
Claudio Graziano

Chief Financial Officer Avio S.p.A.
Vice Direttore Generale Banca Finnat
Head of Large Caps, Investment Vehicles & Market Intelligence, Italy Primary Markets Borsa Italiana
CEO – Founding Partner Vauban Infrastructure Partners Natixis IM
Presidente Assoprevidenza
Deputy CEO – Founding Partner Vauban Infrastructure Partners Natixis IM
Responsabile Amministrazione e Finanza SVAS Biosana S.p.A.
Chief Investment Officer Fondo Pensione Eurofer
Responsabile Attività Patrimoniali e Finanziarie Fondazione Cariverona
Presidente Fondo Pensione a Prestazione definita Gruppo Intesa Sanpaolo
Vice Presidente Fondo Pensione a Contribuzione definita Gruppo Intesa Sanpaolo

Roberto Italia
Filippo La Scala
Fabio Lenti
Vito Lo Piccolo
Giovanni Maggi
Oliva Masini
Alberto Olivetti
Stefano Pedrini
Paolo Pendenza
Luca Pompilio
Davide Squarzony
Paolo Stefan
Settimio Stigliano
Andrea Turrini Vita

Amministratore Delegato Space Holding S.r.l.
Fondatore e Amministratore Delegato Garnell
Responsabile Investimenti Mobiliari CNPADC
Responsabile Investment Partners & Fund Promotion CDP
Presidente Assofondipensione
Direttore Generale Previdai
Presidente AdEPP
Chief Financial Officer Acerbis Italia S.p.A.
Managing Partner Equita Capital SGR
Head of Financial Products, Markets Supervision Borsa Italiana
Amministratore Delegato Prometeia Advisor SIM
Direttore Generale Solidarietà Veneto
Direzione Investimenti Arca Fondi SGR
Responsabile Gestione Fondi di Previdenza Gruppo MPS

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

Arca Fondi SGR, Banca Finnat, Equita Capital SGR, Garnell, Natixis IM, Space Holding S.r.l.

Sostenere lo sviluppo del Paese: una scelta davvero “alternativa”?

Investitori istituzionali e strumenti alternativi per l'economia reale

INDICE

Introduzione - N. De Rossi, G. Fragassi	7
1. Obiettivi e partecipanti - N. De Rossi, G. Fragassi.....	9
1.1 Le caratteristiche del Tavolo di Lavoro 2019	9
1.2 I partecipanti.....	10
1.3 La situazione attuale	12
2. Le scelte di investimento degli investitori previdenziali italiani nel confronto internazionale - A. Franzosi.....	14
2.1 Dimensione e tassi di crescita nei principali Paesi OCSE	14
2.2 Le <i>asset allocation</i> aggregate	16
2.3 Lo <i>home bias</i> nei portafogli internazionali	18
2.4 Fattori facilitanti gli investimenti in alternativi domestici nell'esperienza internazionale	20
2.5 Conclusioni.....	22
3. Le Associazioni e gli stakeholder del sistema	23
3.1 Le Casse e gli investimenti in economia reale - A. Oliveti.....	23
3.2 Economia reale e Fondi Pensioni Negoziati: l'unione fa la forza - G. Maggi.....	24
3.3 Le forme di previdenza complementare e gli investimenti in “economia reale” - S. Corbello	26
3.4 Il ruolo di CDP a supporto dell'economia reale - V. Lo Piccolo.....	27
4. I “case study”	29
4.1 Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Dottori Commercialisti - F. Lenti.....	29
4.2 Fondazione Cariverona - M. Franchetto.....	35
4.3 Fondo Pensione Eurofer - G. Fano	38
4.4 Fondo Pensione a Prestazione definita e Fondo Pensione a Contribuzione definita Gruppo Intesa Sanpaolo - C. Graziano.....	41
4.5 Fondi di Previdenza Gruppo MPS - A. Turrini Vita	49
4.6 Previndai - O. Masini	56
4.7 Solidarietà Veneto - P. Stefan.....	63
5. Le possibili soluzioni di investimento	67
5.1 Le PMI italiane motore di sviluppo - S. Stigliano.....	67
5.2 L' <i>asset class</i> “dimenticata”: <i>Micro Cap</i> quotate, importante volano per l'economia reale del Paese - A. Alfiero	69
5.3 Il ruolo dei Fondi di Investimento Alternativi nel finanziamento dell'economia reale - P. Celia e L. Pompilio	73
5.4 Il <i>private debt</i> in Italia - P. Pendenza.....	75

5.5	Perché investire nell'agroalimentare di qualità ha un impatto sul cambiamento climatico - <i>F. La Scala</i>	77
5.6	<i>Equity infrastructure</i> : rendita di lungo termine e decorrelazione - <i>G. Chambon e M. Corm</i>	79
5.7	<i>Space Capital Club</i> - <i>R. Italia</i>	82
6.	Le Piccole e Medie Imprese italiane	85
6.1	Acerbis Italia S.p.A. - <i>S. Pedrini</i>	85
6.2	Avio S.p.A. - <i>A. Agosti</i>	86
6.3	Svas Biosana S.p.A. - <i>A. Efficace</i>	87
7.	Riflessioni conclusive	88

Il presente *Quaderno* è stato redatto con informazioni e dati disponibili al 31.12.2019

Introduzione

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

Il **Quaderno di approfondimento “Sostenere lo sviluppo del Paese: una scelta davvero “alternativa”?”** si propone di approfondire l’epocale passaggio in atto tra i **rendimenti “facili” del passato e la situazione “complicata” del presente**, dove rischio e incertezza, unite alla ricerca di rendimento sono le variabili principali. Come primo *step*, per risolvere tale *impasse* tutti gli attori del sistema sono chiamati a fare la loro parte e questi due anni di progetto ben testimoniano come effettivamente di progressi ne siano stati fatti molti.

Nell’ormai lontano autunno 2017 Itinerari Previdenziali e Borsa Italiana davano il via al percorso del Tavolo di Lavoro stilando una serie di *statement* sulla situazione degli investimenti in economia reale: *“I dati evidenziano come l’investimento in economia reale italiana da parte degli asset owner domestici stia conoscendo una nuova e delicata fase. Un numero crescente di investitori istituzionali sta esprimendo una concreta progettualità di apertura dei portafogli ad asset class alternative dedicate all’economia reale italiana”*.

Rispetto a questa situazione, a oltre due anni di distanza, possiamo constatare che sono stati compiuti numerosi passi in avanti. Infatti, ciò che precedentemente era considerata poco più che un’ipotesi o solo una progettualità (aprire i portafogli ad *asset class* alternative), si rileva oggi essere a tutti gli effetti una prassi. Inoltre, se nello stesso periodo veniva riscontrata una carenza di strumenti da parte dell’offerta, oggi sono a disposizione degli investitori molti più prodotti e strategie diversificate con *focus* sull’economia reale, segnale del progresso compiuto a livello di sistema.

Si scriveva ancora: *“Decisioni effettive di investimento stanno per essere implementate e costituiranno a breve un importante track record, soprattutto in termini di esperienza operativa e di innovazione. Il fenomeno è però recente e rimane nel suo complesso molto frammentato. Ciò rende difficile la quantificazione a livello aggregato e la valutazione delle effettive difficoltà incontrate dagli investitori nonché l’effettivo impatto sull’economia reale”*.

Il *format* scelto per il progetto, riunendo i principali attori del sistema intorno a un unico tavolo di discussione, ha reso possibile il consolidamento dei **percorsi di investimento** che venivano prima discussi solamente a livello teorico. Gli stessi sono serviti come esempio concreto per altri che sono nati, costituendo così un reale e consistente *track record* di *best practice*.

Questi percorsi permettono di constatare che oggi, rispetto a ieri, il complesso degli investimenti in economia reale risulta molto più compatto, eterogeneo e in forte ampliamento. Aver raccolto e soprattutto raccontato i casi virtuosi esistenti ha consentito di quantificarne le esperienze a livello nazionale, indentificando, analizzando e infine superando le difficoltà incontrate, proponendo inoltre concrete soluzioni servite come esempi virtuosi.

Il presente Quaderno vuole allora raccogliere il pensiero degli *stakeholder* che hanno partecipato ai due incontri del Tavolo di Lavoro nel 2019 coniugando due necessità ormai non più scindibili: la ricerca di *asset class* remunerative e il sostegno al Paese (magari con un accento *green*?). L’investimento in economia reale infatti, nelle sue varie declinazioni e attraverso i vari strumenti a disposizione, difficilmente potrà prescindere da una visione sempre più *sustainable* da parte degli investitori istituzionali.

Allo stesso tempo, stressando il concetto e facendo un parallelismo con il *greenwashing*, il Tavolo di Lavoro ha cercato, tramite il suo lavoro, di contrapporsi a ciò che abbiamo ribattezzato **“realwashing”**, ovvero il potenziale rischio di dare **troppa importanza alla teoria e al marketing**

promozionale tralasciando l'individuazione, lo studio e la divulgazione di quei casi virtuosi e concreti che invece rappresentano la pratica. Solo la pratica, intesa come sforzo corale nell'analizzare progetti già in essere, conduce alla maturazione e alla "messa a terra" di nuove forme di investimento nell'economia reale del Paese.

A conclusione del progetto possiamo allora anticipare alcune evidenze che nel prosieguo del Quaderno saranno approfondite: gli investitori istituzionali italiani sono certamente **più consapevoli e preparati nell'affrontare una congiuntura economica complicata**, dove gli strumenti di investimento alternativi e il sostegno dell'economia reale non rappresentano più solo un "miraggio" ma un obiettivo e una soluzione concreta alla portata di molti.

Fondi Pensione, Casse di Previdenza, Fondazioni di origine Bancaria, ciascuno secondo i propri obiettivi, le proprie caratteristiche e i propri vincoli nei confronti degli aderenti (o territori), hanno oggi tutti gli strumenti e le possibilità per proseguire un percorso ormai consolidato verso il quale non si può più distogliere lo sguardo.

1. Obiettivi e partecipanti

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

Il presente capitolo si pone l'obiettivo di **raccontare le motivazioni** che hanno spinto Itinerari Previdenziali e Borsa Italiana a proseguire, anche per il 2019, il percorso del Tavolo di Lavoro sull'investimento in economia reale iniziato nel 2017. Riunire intorno a un unico tavolo investitori istituzioni, *asset manager*, *authority* e in generale gli *stakeholder* del sistema, per scoprire **nuovi percorsi e approfondire quelli già conosciuti** su un tema che mai come oggi rappresenta non più solo un'opportunità ma una necessità per tutti gli attori del sistema: l'investimento in strumenti alternativi e a supporto dell'economia reale del Paese.

1.1 Le caratteristiche del Tavolo di Lavoro 2019

Il Quaderno di approfondimento vuole dare ulteriore spazio e raccogliere così in un unico elaborato gli spunti, le riflessioni, le *best practice*, le difficoltà, ma soprattutto le soluzioni che sono emerse durante i due incontri svolti nel 2019 a Roma e Milano.

Replicare la positiva esperienza del primo anno del progetto non era compito facile, in quanto la possibilità di giungere a una ripetizione dei risultati, senza alcuna novità, era effettivamente concreta. Itinerari Previdenziali e Borsa Italiana si sono allora interrogati **per capire quale altro passo in avanti si sarebbe potuto compiere per continuare a dare valore rispetto a un tema ormai diffusamente analizzato**. Poiché spesso la risposta più semplice è anche la più corretta, abbiamo voluto indagare l'ultimo **elemento che mancava per chiudere il cerchio virtuoso sull'investimento nell'economia reale del Paese**.

Quando infatti si parla di questa “nuova vocazione” di investimento, (erroneamente) si fa riferimento soprattutto a tre attori del sistema: **gli investitori** (coloro che hanno a disposizione i capitali da investire, nel nostro caso Fondi Pensione, Casse di Previdenza, Fondazioni di origine Bancaria), **gli asset manager** (coloro che offrono le soluzioni di investimento attraverso prodotti finanziari), **i regolatori e l'authority** in generale, che hanno il compito di normare, facilitare e incentivare (anche fiscalmente) l'utilizzo di tali investimenti. Ecco allora che spesso manca all'appello l'anello forse più importante di questa complessa catena: **le piccole e medie imprese italiane**.

La narrativa comune, certamente a ragione, dipinge il tessuto imprenditoriale e produttivo italiano attraverso **due facce della stessa medaglia**: da un lato nicchie di mercato altamente virtuose, con particolare vocazione *all'export*, con passaggi generazionali consolidati e affermati, strutture di *governance* moderne dove innovazione e sviluppo rappresentano le parole chiave; dall'altro lato, piccole e medie imprese che crescono poco, hanno ancora una dimensione ridotta se comparate a quelle internazionali, in parte restie ad aprire i propri canali di finanziamento a strumenti alternativi al tradizionale canale bancario, ma che nonostante questo, nel complesso assorbono un'elevata quota di occupati.

Il Tavolo di Lavoro 2019 ha voluto quindi fare un passo avanti: oltre a stimolare il confronto tra gli investitori istituzionali attraverso la voce dei sempre più numerosi “casi virtuosi” di investimento in economia reale, oltre a presentare le innovazioni di prodotto da parte degli *asset manager* e analizzare gli aspetti normativi ha **incluso nel confronto le PMI** che, come vedremo nel Capitolo 6, hanno usufruito dei capitali istituzionali per finanziarsi e avviare processi di innovazione e sviluppo. Ecco allora che, anche attraverso la loro testimonianza, raccontando le motivazioni, le difficoltà e le soluzioni più adatte ai propri obiettivi, si **chiude il cerchio tra i capitali istituzionali e il sempre più consistente bacino di imprese verso cui tali risorse possono dirigersi**.

Oltre a questo, grazie all'attiva partecipazione di tutti i presenti, si è potuto riscontrare che una parte delle difficoltà emerse durante il primo Tavolo di Lavoro sono state effettivamente superate, e in particolare sono state trovate soluzioni di investimento innovative. Ne sono evidente riprova i vari progetti che sono nati in questo lasso di tempo, dal **progetto Iride** (che vede impegnati 5 Fondi Negoziali nell'investimento attraverso un mandato in *private equity*), **al progetto congiunto di Assofondipensione e CDP** che è stato recentemente annunciato nell'ultima assemblea dell'associazione. Altri sono in fase di valutazione e ci auguriamo tutti che la strada intrapresa possa, sempre di più, servire da traino per coloro che verranno.

Gli investitori istituzionali italiani hanno dunque intrapreso questa strada con senso di responsabilità crescente, dimostrando che attraverso il confronto e il dibattito si arriva spesso a formulare soluzioni efficienti. Le esperienze che stanno maturando, come si vedrà nel prosieguo del Quaderno, ne sono una concreta testimonianza.

1.2 I partecipanti

Il patrimonio degli investitori istituzionali italiani cresce costantemente da oltre dieci anni. Di per sé è già un'indicazione importante che testimonia lo stato di buona salute di una parte del mondo istituzionale, che dimostra di aver raggiunto una maturità sistemica tanto sotto gli aspetti della gestione finanziaria delle risorse quanto a livello di consolidamento di *governance* forti e strutturate. Ma lasciamo parlare i numeri che più di ogni altra cosa sanno restituire l'evidenza di questo costante *trend* di crescita. Nonostante la lunga crisi che ha colpito i mercati finanziari dal 2008 al 2013 e alcuni settori della nostra economia, il patrimonio dei Fondi Pensione (Negoziali, Preesistenti, Aperti, PIP), delle Casse Privatizzate e dei Fondi di Assistenza Sanitaria Integrativa è cresciuto del 168%, **passando dai 95 miliardi di euro a fine 2007 ai 254,5 miliardi di euro del 2018**. Se a questo dato sommiamo il valore dell'attivo patrimoniale delle Fondazioni di origine Bancaria (45,7 miliardi di euro al 2018), di cui è bene ricordare il ruolo centrale in sostegno ai territori di riferimento tramite consistenti erogazioni, giungiamo a un **patrimonio aggregato di oltre 300 miliardi di euro a fine 2018**.

Anche nel 2018, e in controtendenza con il dato patrimoniale, è proseguito il *trend* di riduzione della numerosità di Fondi Pensione Negoziali e Preesistenti. Nello specifico, nel 2018 erano operativi 392 *investitori istituzionali*, nella forma giuridica delle Associazioni e Fondazioni, in diminuzione di 10 unità rispetto al 2017 e di 46 sul 2016. In dettaglio si tratta di 88 Fondazioni di origine Bancaria (86 nel 2019), 20 Casse Professionali Privatizzate, 33 Fondi Negoziali, 251 Fondi Preesistenti (erano 259 nel 2017). Se si considerano però gli investitori istituzionali operanti nel cosiddetto *welfare* contrattuale (Fondi Negoziali, Preesistenti e Casse Sanitarie), in quello delle libere professioni (Casse Privatizzate) e nel *welfare* territoriale (Fondazioni di origine Bancaria), questi investitori hanno raggiunto, a fine 2018, quota 243,2 miliardi di euro così ripartiti: circa 112 sono affidati tramite mandati a gestori professionali, mentre circa 53 miliardi sono investiti direttamente in OICR tradizionali e FIA.

Ma poiché il contesto macroeconomico e finanziario degli ultimi anni ha reso complesso conseguire rendimenti in linea con i propri obiettivi, il **ricorso all'investimento nei mercati privati, con potenziali maggiori ritorni attesi, è un tratto comune sempre più diffuso tra questi soggetti**. A tal proposito, nel Capitolo 4 del presente Quaderno di approfondimento saranno illustrati i tratti caratteristici di ciascuno dei casi studio che quest'anno sono intervenuti nei due appuntamenti del Tavolo di Lavoro.

Con la particolarità che da due anni contraddistingue il progetto, ovvero riuscire a dar spazio e rappresentare al meglio i vari punti di vista di ciascun investitore e dunque nel complesso il panorama istituzionale italiano, nei due Tavoli di Lavoro del 2019 hanno partecipato e sono intervenuti numerosi rappresentanti del sistema.

Per i **Fondi Pensione Negoziali** hanno preso parte ai lavori 9 soggetti: **Byblos** (Fondo Pensione complementare per i lavoratori dipendenti delle aziende Grafiche, Editoriali, della Carta e del cartone, Cartotecniche e Trasformatrici), **Cometa** (Fondo Nazionale Pensione complementare per i lavoratori dell'industria metalmeccanica, della installazione di impianti e dei settori affini e per i lavoratori dipendenti del settore orafa e argentiero), **Eurofer** (Fondo Nazionale Pensione per i dipendenti cui si applica il CCNL delle attività Ferroviarie, di ANAS e Nuovo Trasporto Viaggiatori), **Foncer** (Fondo pensione complementare per i lavoratori dipendenti dell'industria della ceramica e di materiali refrattari, dotato di personalità giuridica), **Fon.Te.** (Fondo Pensione complementare per i dipendenti da aziende del terziario, commercio, turismo e servizi), **Fopen** (Fondo pensione complementare per i dipendenti del Gruppo ENEL e delle altre aziende che hanno aderito a Fopen), **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), **Solidarietà Veneto** (Fondo Pensione complementare di tutto il mondo produttivo del Veneto) per un **ANDP** (Attivo Netto Destinato alle Prestazioni) **di oltre 24 miliardi pari al 47% circa del totale (al 31.12.2018).**

I **Fondi Pensione Preesistenti** hanno visto la partecipazione di: **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 a prestazione definita Gruppo 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), **Fondo Pensione Monte dei Paschi di Siena** (Fondo Pensione per i dipendenti della Banca MPS), **Previndai** (Fondo Pensione dei dirigenti industriali), **Fondo Pensione Unicredit** (Fondo Pensione per il personale delle aziende del gruppo Unicredit) per un **ANDP** (Attivo Netto Destinato alle Prestazioni) **di circa 22 miliardi, oltre il 41% del totale (al 31.12.2018).**

Otto invece le **Casse di Previdenza dei liberi Professionisti** presenti: **Cassa Geometri** (Cassa Italiana di Previdenza e Assistenza dei Geometri), **CNN** (Cassa Nazionale del Notariato), **CNPADC** (Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Dottori Commercialisti), **CNPAF** (Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense), **ENPACL** (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza per i Consulenti del Lavoro), **ENPAIA** (Ente Nazionale di Previdenza per gli Addetti e per gli Impiegati in Agricoltura), **EPPI** (Ente di Previdenza dei Periti Industriali e dei Periti industriali laureati), con **un attivo patrimoniale totale di oltre 30 miliardi pari circa al 36% del totale (al 31.12.2018).**

Presenti inoltre **Fondazione Cariverona, Fondazione CR Cuneo e Compagnia di San Paolo.**

Nei due anni di progetto sono stati presentati 15 casi virtuosi, oltre alla partecipazione di più di 30 investitori istituzionali intervenuti per dare il proprio contributo agli incontri.

Alle sessioni di lavoro sono stati inoltre invitati, a testimonianza della completezza di visione utile ad affrontare il tema, le Associazioni di categoria, commissioni di vigilanza, e altri protagonisti del sistema quali Aipb, Ania, Banca d'Italia, CDP, Febaf, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Prometeia Advisor Sim.

Non potevano infine mancare quei soggetti che offrono soluzioni di investimento e strumenti finanziari per investire a supporto dell'economia reale del Paese che hanno partecipato e sostenuto il tavolo: **Arca Fondi SGR, Banca Finnat, Equita Capital SGR, Garnell, Natixis IM, Space Holding S.r.l.**

1.3 La situazione attuale

Il precedente paragrafo ha evidenziato come il patrimonio aggregato di Fondi Pensione, Casse di Previdenza e Fondazioni di origine Bancaria sia effettivamente cresciuto molto nel corso degli ultimi anni tanto da rappresentare oggi un mercato di rilievo. Allo stesso tempo è cresciuta la quota di investimenti che, attraverso le diverse modalità, vengono indirizzati verso l'economia reale italiana. Premesso che **in assenza di una definizione condivisa da tutti gli operatori diventa difficile quantificare univocamente tali investimenti**, nel presente Quaderno, si fa riferimento alle analisi riportate nel Sesto Report sugli "Investitori Istituzionali italiani" di Itinerari Previdenziali basate sui dati di bilancio degli Enti al 31.12.2018.

In linea con le disposizioni dettate dal D.lgs. 252/2005 e dal D.M. 166/2014, la gestione dei **Fondi Pensione Negoziali** è ancora quasi totalmente esternalizzata a gestori patrimoniali professionali. Ciò si ripercuote sull'entità dell'investimento in economia reale che si attesta, a fine 2018, al **3%** circa del patrimonio, in crescita rispetto al 2,5% del 2016 e in lieve calo rispetto al 3,46% del 2017. Tuttavia, in questi ultimi anni un numero crescente di fondi ha implementato la cosiddetta "**gestione diretta**" di una quota del patrimonio, segnale tanto della crescita delle strutture finanziarie degli stessi fondi, quanto dell'interesse verso investimenti nei mercati privati.

Nel complesso gli **investimenti diretti** dei Fondi Pensione Negoziali ammontano a **circa 173 milioni di euro**, importo ancora ridotto rispetto al patrimonio complessivo; ciò deriva in parte dalle scelte degli iscritti/aderenti a **linee di investimento poco rischiose, dettate anche da una carenza di cultura finanziaria**. Come condiviso durante i due anni di Tavolo di Lavoro, percorsi di coinvestimento tra Fondi Negoziali - anche attraverso mandati specializzati in prodotti alternativi - sembrano poter essere una strada percorribile. Riprova ne è il **Progetto Iride**, un'iniziativa congiunta promossa dai Fondi Pensione Foncer, Fondenergia, Fondo Gomma Plastica, Pegaso e Previmoda finalizzata a investire nell'economia reale tramite l'affidamento di mandati a un gestore di FIA nel settore del *private equity*.

Per i **Fondi Pensione Preesistenti** il peso degli investimenti in **economia reale italiana** costituisce il **3,2% del patrimonio al 2018** per un controvalore di circa 1,6 miliardi senza considerare i titoli di Stato e gli immobili. Tale quota, ancora contenuta ma in linea con quanto visto per i Fondi Negoziali, è condizionata in parte dalla tipologia di gestione effettuata (in prevalenza tramite affidamento di mandati di gestione), in quanto i gestori hanno in generale come obiettivi dei *benchmark* di mercato diversificati su scala internazionale dove la quota dell'Italia è marginale.

Le Casse di Previdenza, al contrario degli altri due investitori, hanno da tempo una struttura finanziaria che consente di approcciare, in forma diretta, l'investimento in strumenti complessi e in particolare nell'economia reale italiana. **L'80% dell'attivo totale è infatti gestito attraverso investimento diretto**, caratteristica che consente un margine di operatività superiore per approcciare e realizzare questi investimenti, riuscendo talvolta ad avere costi inferiori rispetto al classico mandato di gestione. Il totale degli investimenti in economia reale domestica ammonta a 10,89 miliardi di euro, il **16,31% del totale degli investimenti diretti delle Casse di Previdenza**. Gli interventi in economia

reale hanno prevalentemente a oggetto (circa il 90%) investimenti nei FIA; oltre a questi, si ricorda il dato delle **azioni corporate italiane (17,89%)** e delle **obbligazioni corporate italiane (8,80%)**.

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 2018, le 27 maggiori Fondazioni di origine Bancaria hanno destinato all’economia reale più di **19 miliardi di euro**, corrispondenti a **circa il 48,6%** del totale degli attivi. La voce che raggruppa la quota maggiore di investimento è riferita alle conferitarie (seppur in riduzione) e pesa per più di **10 miliardi di euro** oltre agli investimenti in **CDP (oltre 1 miliardo)** e **Fondazione con il Sud**.

Nel complesso dunque Fondi Pensione, Casse di Previdenza e Fondazioni di origine Bancaria, incrementano il loro investimento verso il sistema Paese, anche se i margini per un ulteriore crescita sono ampi. Come infatti si vedrà in dettaglio nel prossimo Capitolo, lo “*home bias*” degli investitori istituzionali italiani è ancora contenuto se paragonato a livello internazionale.

Figura 1.1 - Gli investimenti in economia reale degli investitori istituzionali italiani anno 2018

Investitori istituzionali	Patrimonio	DI CUI Investimenti in Economia reale (*) in %
Casse Privatizzate	82,92	16,31%
Fondazioni di origine Bancaria	45,70	48,60%
Fondi Pensione Preesistenti autonomi	58,30	3,20%
Fondi Pensione Negoziali	50,41	3,00%
Per le Casse Privatizzate le percentuali riportate in tabella riguardano solo gli investimenti diretti che rappresentano l' 80,5% circa del totale , relativo a tutte le Casse con esclusione di ONAOSI; gli investimenti indiretti che sono rappresentati dai mandati di gestione non consentono una classificazione delle <i>asset class</i> ; a) Gli Investimenti istituzionali comprendono le quote in Banca d'Italia e CdP.		
Per le Fondazioni di origine Bancaria le percentuali riportate in tabella riguardano solo gli investimenti diretti (che rappresentano il 97,73% circa del totale dell'attivo) relativi alle 27 Fondazioni esaminate, che rappresentano l' 85% circa del patrimonio totale delle Fondazioni ; a) Gli Investimenti istituzionali comprendono le quote nella banca conferitaria, della CdP e della Fondazione con il Sud; il restante 2,3% è costituito da investimenti indiretti in mandati, per cui la somma delle percentuali non corrisponde al 100% per via della quota (pari a circa il 2,3% del patrimonio) affidata in gestione patrimoniale.		
Per i Fondi Preesistenti le percentuali riportate riguardano i 49 Fondi Autonomi analizzati nel presente Report, che rappresentano l'89% del totale dei Fondi Autonomi che valgono il 97,7% del totale Fondi Preesistenti (infatti il patrimonio totale tra autonomi e interni è pari a 58,996 miliardi di euro).		
Per i Fondi Negoziali le percentuali si riferiscono al totale dell'ANDP composto dagli investimenti in gestione (mandati) e dai 117 milioni di investimenti diretti in FIA.		
(*) Per investimenti in economia reale nazionale si intendono: le azioni italiane, le obbligazioni <i>corporate</i> , 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: Sesto Report sugli “Investitori Istituzionali italiani”, Itinerari Previdenziali

2. Le scelte di investimento degli investitori previdenziali italiani nel confronto internazionale

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

Effettuare comparazioni internazionali di fenomeni economici è sempre obiettivo arduo; ancor di più lo diventa quando si tratta di fondi pensione e del loro ruolo come investitori istituzionali. Le forti specificità locali rendono il sistema dei fondi pensione di ciascun Paese pressoché unico.

Sulla **dimensione complessiva** dei sistemi pensionistici *funded* - ovvero con attivi da investire nei mercati finanziari - pesa il **perimetro** determinato dalla natura soprattutto dei primi pilastri: maggiori sono gli *asset* nei Paesi ove sono inclusi i pilastri pubblici (e.g. i *Superannuation Funds* Australiani, quelli Canadesi, ATP in Danimarca o le Casse e Enti di Previdenza in Italia), o vi sono secondi pilastri quasi-obbligatori (come in Olanda APG e PGGM o il sistema svedese) o ancora secondi pilastri con una lunga storia, soprattutto *corporate* (ad esempio in Regno Unito e in Germania); minori sono gli *asset* se vi sono solo secondo e terzo pilastro facoltativi in presenza di un primo pilastro *pay-as-you-go* nominalmente importante (come per l'Italia) o di un forte sistema assicurativo integrativo (come per la Francia). Anche la **storia dei sistemi pensionistici pesa sulla loro dimensione**: storie di più lungo corso registrano capitali aggregati maggiori (ad esempio in UK), anche se magari in declino poiché è già iniziata la fase di decumulo; sistemi più giovani (quali quello complementare italiano) sono più piccoli, ma ancora in crescita.

Le asset allocation aggregate sono a loro volta il frutto di una pluralità di fattori, quali il tipo di **passività** che la normativa impone. Per esempio strutture DB a Beneficio Definito (o DA a Ambizione Definita) legate a tassi di inflazione o a tassi di crescita nominali definiti per legge (come i DB nel Regno Unito o i fondi Olandesi) sono tipicamente caratterizzate da una parte *core* del portafoglio dedicata a fare il *matching* con le passività attraverso l'utilizzo di strumenti indicizzati e strutture *swap* di derivati. I fondi DC a Contribuzione Definita, con partecipanti relativamente giovani, sono invece caratterizzati da *un'asset allocation* globalmente diversificata per paese e bilanciata tra *macro-asset classes* (*equity*, *fixed income* e alternativi) e una maggior presenza di *asset* rischiosi. Anche le **normative nazionali sui limiti di investimento** hanno un ruolo importante, anche se ormai sta prevalendo la sostituzione dei limiti quantitativi con l'approccio qualitativo da "persona prudente". Infine, quando la normativa consente al partecipante finale di scegliere le linee di investimento da seguire, la **propensione al rischio finanziario** risente anche di un forte connotato culturale.

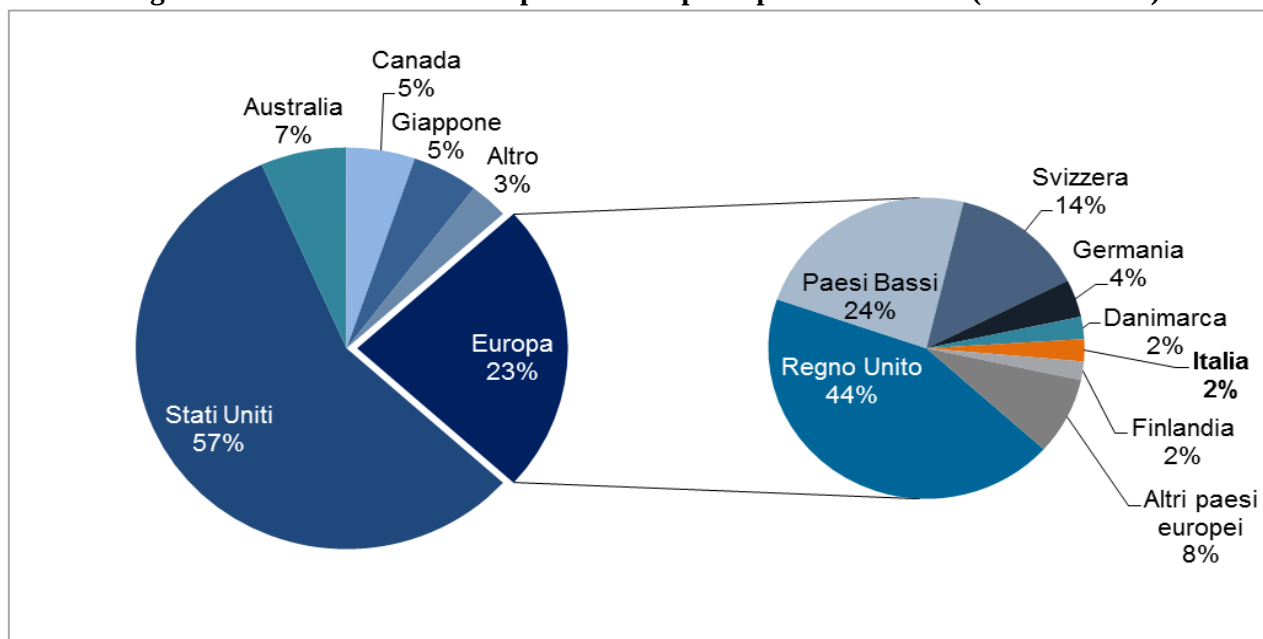
È all'interno di questo quadro che vanno lette le informazioni riportate nei paragrafi successivi, il cui obiettivo è soprattutto mettere a disposizione ordini di grandezza che meglio aiutino a mettere a fuoco le specificità della realtà italiana, anche in una prospettiva storica. Le conclusioni però non possono che tener conto di quanto premesso.

2.1 Dimensione e tassi di crescita nei principali Paesi OCSE

A fine 2018 gli *asset* gestiti dai fondi pensione nei Paesi OCSE ammontano complessivamente a **27,6 trilioni di dollari**. Come mostrato nella Figura 2.1, il Paese più rappresentato sono gli Stati Uniti (57%), seguito da Europa (23%), Australia (7%) e Canada (5%). Gli attivi europei ammontano a 6,4 trilioni di dollari, con il Regno Unito come principale mercato (44%) seguito dai Paesi Bassi (24%). La Norvegia diventa il terzo mercato europeo in quelle fonti statistiche che includono anche i fondi sovrani con obiettivi pensionistici, portando gli *asset* complessivi europei oltre gli 8 trilioni di dollari.

L'aggregato italiano, ove si includessero tutte le forme previdenziali, sarebbe invece prossimo ai 250 miliardi di euro; ciò non modificherebbe però il *ranking* del nostro Paese nel confronto internazionale.

Figura 2.1 - Gli Attivi dei fondi pensione nei principali Paesi OCSE (dati fine 2018)



Nota: OCSE identifica come fondo pensione qualunque entità legalmente indipendente che acquisti un paniere di attività con lo scopo di finanziare un piano pensionistico. Per le statistiche riportate vengono presi in considerazione solamente i fondi pensione autonomi; in tale gruppo non sono compresi i piani di previdenza sociale organizzati per ampie categorie della popolazione che sono imposti, controllati o finanziati dalla pubblica amministrazione. Fonte: elaborazioni di dati OCSE "Pension Funds in Figures" (2019)

La previdenza italiana è di ridotte dimensioni, anche **alla luce del ruolo ancora rilevante del pilastro pubblico per i lavoratori dipendenti e della relativa breve storia della componente complementare**. I fondi pensione italiani pesano il 2% in Europa e meno dell'1% sul totale OCSE. In rapporto al PIL gli *asset* previdenziali italiani sono il 7,6% (Tabella 2.1), una quota decisamente inferiore rispetto a Paesi Bassi (171%), Svizzera (127%) e Regno Unito (104%).

I fondi pensione italiani registrano però nel contempo tassi di crescita importanti e superiori alla media dei principali Paesi europei: dal 2008 al 2018 il mercato italiano ha raddoppiato i suoi *asset*, con un tasso di crescita complessivo del 105%, il più elevato in Europa dopo la Francia.

Inoltre, rispetto alle altre realtà europee l'Italia presenta una minore concentrazione degli *assets* per la presenza di fondi pensione più piccoli. I primi 10 investitori previdenziali per dimensione aggregano in Italia il 59% circa degli *asset*, valore simile a quello del Regno Unito (54%) e inferiore a Francia, Olanda, Svezia e Norvegia. Nell'elenco dei principali investitori previdenziali europei il primo italiano si posiziona al 65-esimo posto (Fondazione ENPAM) e ammonta al 2% degli *asset* del primo fondo europeo e al 5% del secondo, il secondo al 120-esimo posto (Cassa Forense) e il terzo e quarto al 129-esimo e 130-esimo (Previndai e Cometa).

Tabella 2.1 - Indicatori sintetici dei fondi pensione dei principali Paesi europei (dati 2018)

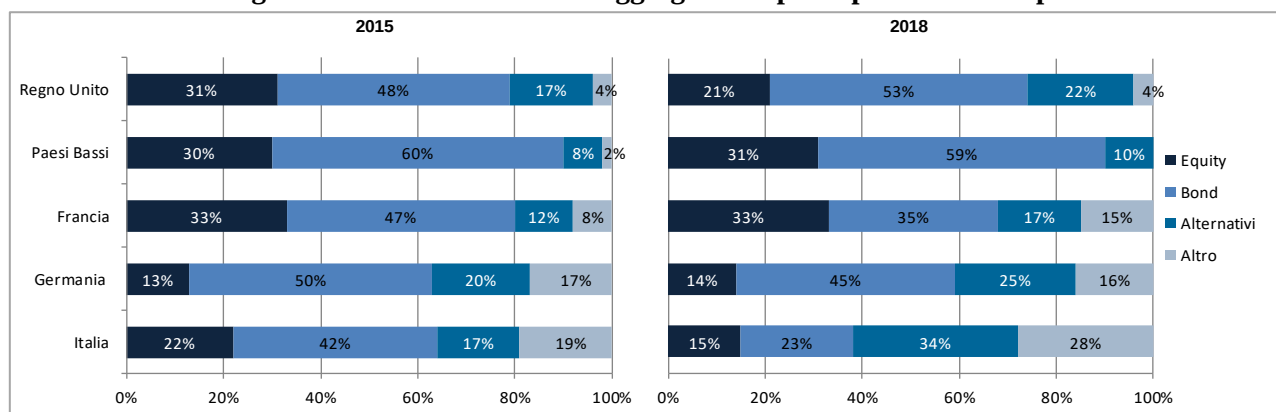
Paese	AUM (MD\$)	Asset/PIL (%)	Crescita 2008-18	Concentrazione (AUM top 10/AUM Totale)
Regno Unito	2 809,1	104,5%	98,9%	53,6%
Paesi Bassi	1 514,3	171,0%	62,4%	69,4%
Svizzera	888,8	126,9%	75,6%	34,8%
Germania	261,1	6,7%	57,6%	44,6%
Danimarca	154,4	45,4%	-1,0%	83,5%
Italia	153,4	7,6%	105,3%	58,8%
Spagna	121,4	8,8%	11,7%	97,4%
Norvegia	39,8	9,8%	81,6%	100,0%
Svezia	22,6	4,1%	-24,2%	89,9%
Francia	19,0	0,7%	634,7%	75,1%
Media			81,3%	70,7%

Note: (i) OCSE identifica come fondo pensione qualunque entità legalmente indipendente che acquisti un paniere di attività con lo scopo di finanziare un piano pensionistico. Per le statistiche riportate vengono presi in considerazione solamente i fondi pensione autonomi; in tale gruppo non sono compresi i piani di previdenza sociale organizzati per ampie categorie della popolazione che sono imposti, controllati o finanziati dalla pubblica amministrazione. IPE include nelle proprie analisi un universo più ampio di fondi pensione, tenendo conto anche dei fondi pensione sovrani; (ii) per indice di concentrazione si intende il rapporto tra gli asset detenuti dai primi 10 fondi pensione e gli AUM totali di ogni singolo paese. Fonte: elaborazione su dati OCSE “Pension Funds in Figures” (2019) e IPE “2019 European Pension Funds”

2.2 Le asset allocation aggregate

Nei principali Paesi europei i fondi pensione investono soprattutto nel mercato obbligazionario, seguito dal comparto azionario e dagli investimenti alternativi (Figura 2.2). Questo è un tratto che accomuna i Paesi europei - soprattutto dell'Europa continentale - nel confronto con i fondi pensione nord americani e australiani, storicamente più propensi all'investimento in *asset* a maggior rischio; *l'equity* pesa il 47% in Australia, il 43% negli Stati Uniti e il 38% in Canada mentre gli alternativi sono un terzo degli investimenti in Stati Uniti e Canada (Willis Towers Watson, GPAS, 2019).

Figura 2.2 - L'asset allocation aggregata nei principali Paesi europei

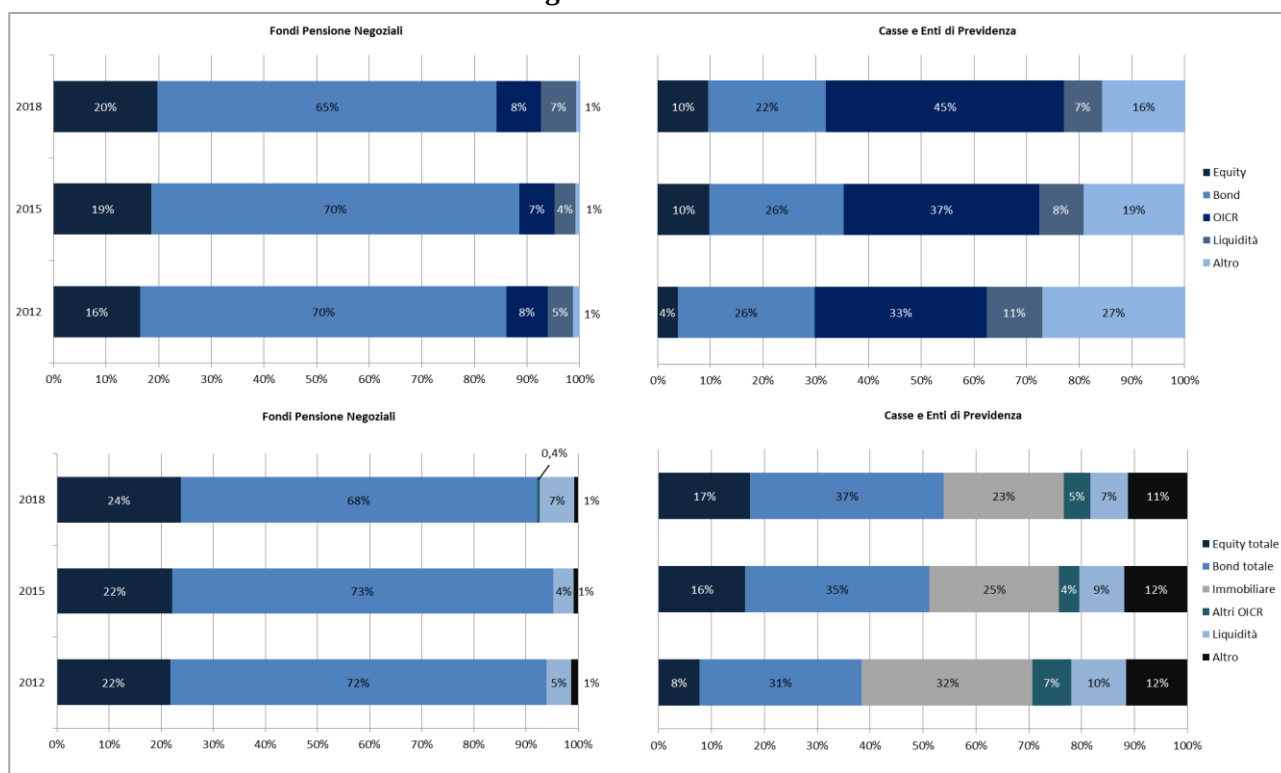


Note: (i) i partecipanti alla survey nel 2018 sono 429 Fondi Pensione del Regno Unito, 175 della Germania, 70 dell'Italia, 35 della Francia e 35 dei Paesi Bassi; (ii) nella classe di investimento “Equity” è incluso l'azionario quotato; nella classe di investimento “Bond” sono inclusi *government bond* e *investment grade credit*; nella classe di investimento “Alternativi” sono inclusi *private equity*, *growth-oriented fixed income*, *real asset*, *hedge fund* e *multi asset*; nella classe di investimento “Altro” sono incluse liquidità e *property*.

Fonte: elaborazione su dati Mercer “European Asset Allocation Survey” (2016, 2019)

Nel corso degli ultimi anni, però, **la quota investita nei titoli obbligazionari è generalmente diminuita anche in Europa**, con un calo sensibile in Francia, Germania e Italia. Ciò è avvenuto non tanto a favore dell'investimento in azioni, quanto dell'investimento nei cosiddetti *asset* alternativi, cresciuti in Francia, Germania e Regno Unito di 5 punti percentuali e addirittura duplicati in Italia negli ultimi tre anni. Tra gli alternativi i più diffusi sono *real asset*, mentre in termini di risorse allocate le strategie *multi-asset*; non trascurabile anche il peso del *fixed income* orientato alla crescita. Il dato italiano è però il risultato dell'aggregazione di **scelte di investimento che risultano diverse a seconda della tipologia di investitore previdenziale** considerato (Figura 2.3) e della dimensione dello stesso.

**Figura 2.3 - L'asset allocation aggregata in Italia:
Fondi Pensione Negoziati e Casse e Enti di Previdenza**



Note: (i) nella sezione in alto viene presentata l'asset allocation aggregata come riportata da Covip, con gli OICR come voce aggregata; (ii) la seconda sezione invece applica il *look through* alla voce "Altro" e gli OICVM riconducibili alla componente azionaria e obbligazionaria; in "Altri OICR" è compresa la quota di OICR non allocabile; (iv) l'ultimo dato disponibile per le Casse e Enti di Previdenza è il 2017, mentre quello per i Fondi Negoziati è il 2018. Fonte: elaborazione su dati Covip "Relazione Annuale" (2019, 2016, 2013)

I Fondi Pensione Negoziati investono il 68% dei loro *asset* complessivi in *bond*: i titoli di Stato pesano il 47%, il 18% sono altri titoli di debito e la parte restante è investita indirettamente tramite OICVM. Il 24% è investito in *equity*, direttamente il 20%. Gli investimenti in altri OICR, buona *proxy* per i Fondi Pensione Negoziati degli investimenti in alternativi, sono lo 0,4% del portafoglio.

Le Casse e Enti di Previdenza investono a fine 2017 il 45% dei loro *asset* attraverso OICR. Con il *look through* è però possibile ricostruire l'asset allocation effettiva. Il 37% è investito in obbligazioni (il 22,4% in modo diretto e il 14,3% attraverso OICVM). Gli investimenti azionari ammontano al 17%, di cui l'8% quotato diretto, il 7,8% quotato via OICVM e l'1,5% non quotato diretto. Gli OICR riconducibili agli investimenti in alternativi (escluso l'immobiliare) sono 1,8% (fondi di *private*

equity/debt). Per le Casse e Enti di Previdenza una voce importante è costituita dall'investimento immobiliare che raggiunge il 23%, oltre alla voce "altro" che aggrega anche poste quali i crediti contributivi.

La principale differenza riscontrabile tra Fondi Negoziali e Casse e Enti di Previdenza è la presenza per queste ultime di una voce ancora rilevante in immobili. Qualora normalizzassimo escludendo questa voce, ciò che rimarrebbe è il **maggior investimento dei Fondi Pensione Negoziali in obbligazioni a fronte di una maggior incidenza nei portafogli delle Casse ed Enti di Previdenza degli investimenti in alternativi**, mentre resta simile la componente di investimento in azionario.

Nel confronto intertemporale si registra una relativa stabilità *dell'equity*, una riduzione della quota investita in obbligazioni per i Fondi Negoziali e in immobiliare per le Casse e Enti di Previdenza. Crescono, anche se in percentuali ancora esigue, gli investimenti in alternativi (0,4% Fondi Negoziali e 1,8% escludendo l'immobiliare tra le Casse). All'interno dell'ampia famiglia delle obbligazioni, **scende la componente di Titoli di Stato a favore di strategie *fixed income* più complesse e *growth related***, ovvero vocate alla ricerca di un extra-rendimento.

2.3 Lo *home bias* nei portafogli internazionali

L'investimento aggregato dei fondi pensione è **caratterizzato a livello globale dal cosiddetto fenomeno del *home bias***, ovvero la tendenza a sovrappesare nelle proprie attività quelle domestiche rispetto al peso che dovrebbero avere in un portafoglio perfettamente diversificato. Lo *home bias* è tipicamente dovuto **sia a fattori razionali che a *bias* comportamentali** (soprattutto per gli investitori non professionali). Se dal punto di vista della teoria classica della diversificazione di portafoglio è percepito come una perdita di efficienza dello stesso, è però economicamente giustificabile in presenza di costi di transazione e di costi associati al reperimento delle informazioni necessarie per effettuare e monitorare l'investimento, tipicamente maggiori in caso di investimenti internazionali. Anche il rischio connesso al tasso di cambio, o il costo legato alla gestione dello stesso, è un fattore determinante.

I *trend* in atto di riduzione dei costi di accesso a mercati più distanti e la maggior professionalizzazione degli investitori istituzionali stanno spingendo verso una progressiva riduzione dei fattori alla base del *home bias*. Perdurano però importanti costi in specifiche *asset class*, quale quella delle *small cap* quotate o degli alternativi, che ne giustificano la presenza anche in un approccio di ottimizzazione rischio-rendimento. Ovviamente, se a questo approccio si aggiungono considerazioni cosiddette di "impatto" dell'investimento stesso il quadro cambia ulteriormente.

I Paesi con un maggior peso dell'*equity* domestico sul totale a livello internazionale sono Stati Uniti e Australia, stabilmente sopra rispettivamente l'80% e il 60% di azioni domestiche sul totale *equity*. Tra i Paesi europei (Tabella 2.2) su livelli simili si attesta la Francia che è posizionata intorno all'85%; seguono Germania e Italia (43% e 42% rispettivamente), mentre a livelli più contenuti si posizionano Regno Unito e Paesi Bassi (rispettivamente al 28% e al 25%). Per comprendere l'effettivo sovrainvestimento in azioni domestiche occorre però confrontare tali percentuali con il peso dei singoli mercati azionari negli indici globali. Relativamente al FTSE All-World gli Stati Uniti pesano il 53%, il Regno Unito il 5,5%, la Francia il 3,3% e l'Italia lo 0,8%. Accostando questi risultati alle percentuali precedenti si nota come valori assoluti simili diano in realtà luogo a *home bias* relativi di entità differente. Gli Stati Uniti ad esempio, vicini per valore assoluto alla Francia, risultano decisamente meno sbilanciati: vi è infatti una sovraesposizione al mercato domestico di circa 1,5 volte mentre la Francia sovrainveste nell'*equity* francese per ben 25 volte. Il peso contenuto dei titoli

di capitale italiani negli indici globali segnalano più che per altri Paesi importanti *home bias* pur in presenza di investimenti contenuti in valore assoluto.

L'*equity home bias* è un fenomeno in significativa riduzione nel corso degli ultimi vent'anni. A livello globale è sceso da una media del 68,7% nel 1998 al 40,2% nel 2018 (WTS, GPAS 2019); hanno contribuito in modo significativo a questa discesa soprattutto Paesi quali il Canada e in Europa la Svizzera e il Regno Unito. A tale contrazione si associa anche una riduzione generale dell'allocazione in *equity*, passata dal 60% nel 1998 al 40% nel 2018. Il Regno Unito è un *case study* esemplificativo da questo punto di vista: le forti spinte al *de-risking* dei portafogli hanno dato luogo infatti contemporaneamente a una maggiore diversificazione internazionale del portafoglio *equity* e a un crescente ruolo dell'investimento in debito. I fondi pensione UK, storicamente un investitore fondamentale nel mercato azionario del Regno Unito, coprono ora un ruolo decisamente più contenuto. L'investimento obbligazionario *core*, ovvero quello in governativi e *investment grade*, presenta un'incidenza della quota domestica sul totale anche maggiore dell'investimento azionario. La Francia investe per il 93% del suo portafoglio obbligazionario in titoli francesi; Germania, Paesi Bassi e Regno Unito investono oltre l'80%, mentre l'Italia si attesta al 62% (Tabella 2.2). Nel confronto con il peso del debito governativo dei singoli Paesi sul totale mondiale, o sul totale dei Paesi sviluppati, si conferma la presenza di maggiore sovraesposizione in obbligazioni per tutti i Paesi inclusa, anche se in misura minore, l'Italia.

Anche lo *home bias* obbligazionario a livello globale si è ridotto negli ultimi venti anni, passando dall'86% del 1998 al 71% del 2018; tale riduzione è avvenuta grazie a Paesi quali il Giappone, l'Australia e la Svizzera. Rimane invece stabile ben oltre il 90% in US e UK (WTS, GPAS 2019).

Tabella 2.2 - Lo *home bias* nei principali Paesi europei

Paese	Peso Equity Domestico su Totale	Benchmark Equity		Peso Bond Domestico su totale	Benchmark Debito Governativo	
		World	Paesi sviluppati		World	Paesi sviluppati
Regno Unito	28,3%	5,5%	6,3%	80,6%	3,5%	4,7%
Paesi Bassi	25,0%	1,1%	1,2%	83,9%	0,7%	0,9%
Francia	85,1%	3,3%	3,7%	93,0%	3,9%	5,2%
Germania	43,4%	2,8%	3,1%	84,6%	3,5%	5,2%
Italia	42,0%	0,8%	0,9%	62,0%	4,0%	5,3%

Note: (i) il peso dell'*equity* domestico e dei bond domestici sul totale è dato dai valori medi calcolati sul periodo 2015- 2018; (ii) il peso del debito domestico sul totale considera tutti i titoli obbligazionari, sia *investment grade* sia *sub-investment grade*, governativi e corporate; (iii) il benchmark di riferimento per l'*equity* è il peso per ogni paese nel FTSE All-World e Developed; (iv) il benchmark per il debito governativo è dato dal peso del General Government Gross Debt per ogni paese a livello mondiale e delle economie avanzate. Fonte: elaborazione su dati Mercer "European Asset Allocation Survey" (2019), IMF "World Economic Outlook Database" e FTSE Russell

A livello domestico, alcune specificità si possono ravvisare disaggregando il dato per tipologia di investitore previdenziale (Tabella 2.3). Lo *home bias* è presente presso Casse e Enti di Previdenza: il 44,8% dell'*equity* è domestico e il 50,8% di titoli di Stato e obbligazioni. Nel quadro del portafoglio complessivo le azioni italiane contano però solo il 5,1%, vista l'elevata presenza di *fixed income* e immobili sul totale. Lo *home bias* è più attenuato per i fondi pensione fino pressoché ad annullarsi nella componente azionaria per i Fondi Pensione Negoziali (3,1%). Considerando anche il peso contenuto dell'*equity* sul totale del portafoglio, ne risulta che i Fondi Pensione Negoziali e Aperti investono rispettivamente lo 0,8% e il 2,1% dei loro *asset* totali nelle azioni di aziende italiane. Se si

osserva che il canale dell'azionario quotato domestico è tradizionalmente la principale forma di finanziamento, attraverso il mercato dei capitali, dell'economia reale domestica è evidente come sia modesto il contributo degli investitori previdenziali.

Per quanto riguarda la parte obbligazionaria, i Fondi pensione Negoziali investono il 30,6% nella componente domestica, i Fondi Pensione Aperti il 44,9%, le Casse il 50,8%.

La componente domestica dell'intero portafoglio dei fondi pensione italiani si attesta dunque tra il 19% e il 29%. Se si considerano solo *equity* e *bond*, Casse e Enti di Previdenza passano dal 19% al 49% poiché si esclude al denominatore soprattutto l'importante voce degli immobili.

Nel corso dell'ultimo quinquennio, inoltre, anche in Italia si è ridotta sensibilmente l'esposizione verso il mercato obbligazionario domestico. Per i fondi pensione si è contratto anche lo *home bias* sull'*equity*, mentre è aumentata nel tempo l'esposizione azionaria domestica di Casse e Enti di Previdenza.

Tabella 2.3 - Lo *home bias* in Italia

Tipologia	Peso Equity Domestico su		Peso Bond Domestico su		Home Bias Totale
	Equity Totale	Portafoglio	Bond Totale	Portafoglio	
Fondi Pensione Negoziali	3,1%	0,8%	30,6%	22,0%	22,8% (23,3%)
Fondi Pensione Aperti	5,3%	2,1%	44,9%	27,1%	29,2% (29,2%)
Casse e Enti di Previdenza	44,8%	5,1%	50,8%	14,0%	19,1% (49,0%)

Note: (i) dati a fine 2018 per Fondi Pensione Negoziali e Aperti, dati a fine 2017 per Casse e Enti di Previdenza; (ii) per “*Home Bias Totale*” si intende la somma dell'azionario e dell'obbligazionario domestico sul totale del portafoglio e tra parentesi sul totale *equity* più *bond*. Fonte: elaborazione su dati Covip (2019) e Adepp (2018)

2.4 Fattori facilitanti gli investimenti in alternativi domestici nell'esperienza internazionale

L'analisi internazionale degli investimenti in alternativi evidenzia una significativa crescita degli stessi, passati dal 7% al 26% dell'intero portafoglio a livello mondiale (WTW, GPAS, 2019). Di questi investimenti è però difficile capire la quota investita a livello domestico. È stata dunque fatta un'analisi di mappatura delle principali esperienze internazionali in cui Fondi Pensione hanno effettuato investimenti domestici attraverso le asset class alternative e in particolare in PMI e Infrastrutture. Una breve descrizione dei casi è proposta in Tabella 2.4. Tale esercizio ha consentito di identificare i fattori ricorrenti che facilitano tali tipi di investimenti da parte degli investitori previdenziali. Molti di questi fattori ricorrono anche nei casi italiani di investimento in alternativi domestici. In particolare:

- **Dimensione:** una dimensione minima dell'investimento è necessaria al fine di assicurare una sufficiente diversificazione degli *asset* investiti; dunque l'investimento in economia reale domestica è fatto principalmente dai fondi pensione di grandi dimensioni o attraverso forme di aggregazione.
- **Competenze:** l'investimento richiede di accedere a competenze specifiche e di nicchia; viene effettuato dunque in *outsourcing* ad *asset manager* esterni anche da parte dei fondi pensione di maggiori dimensioni.
- **Forme dell'investimento:** tali investimenti non avvengono in modo diretto nel singolo progetto ma attraverso investimenti con altri investitori che prendono le forme di i) accordi o *joint-venture*

(caso US/UK); ii) sottoscrizione di quote di fondi; iii) costituzione di società *ad hoc* o di piattaforme di investimento (caso UK).

- Iniziative Istituzionali: soggetti ‘istituzionali’ hanno promosso iniziative volte a stimolare la messa in comune degli *asset* e la cooperazione tra i fondi pensione per stimolare l'investimento in attività alternative domestiche. Si è trattato soprattutto di attività promosse dai Governi, ma anche dalle Borse e dalla Associazioni dei Fondi Pensione (caso francese, olandese e inglese).
- Esistenza di concrete opportunità di investimento: in Paesi come Regno Unito e Australia, la presenza di forti progetti infrastrutturali nazionali ha stimolato gli investimenti da parte di investitori domestici.
- Cooperazione con altri *player* finanziari: le banche e gli investitori istituzionali collaborano per fornire finanziamenti alle imprese private con vantaggi reciproci. Per le prime la condivisione del rischio e il mantenimento del legame con le aziende, per i secondi l'accesso a nuove opportunità di investimento potendo far leva sull'esperienza di *origination* del settore bancario (caso olandese).
- Aspetti tecnici: la quotazione di strumenti come le azioni di fondi chiusi ha migliorato l'attrattività dei fondi alternativi presso gli investitori istituzionali (caso *Investment Trust* nel Regno Unito).

Tabella 2.4 - Case study di investimento in economia reale domestica nel panorama internazionale

Progetto	Paese	Soggetti Coinvolti	Oggetto di Investimento
NOV-funds	Francia	Promotori: <i>Caisse de Depot</i> ; associazione delle assicurazioni Investitori: 25 FP e assicurazioni francesi AMs specializzati.	Focus PMI francesi. 3 programmi (NOVI, NOVO e NOVA) di investimento in debito, <i>public equity</i> , <i>private equity</i>
Pension Infrastructure Platform (PiP)	Regno Unito	Promotore: Associazione dei Fondi Pensione, PPF, <i>HM Treasury</i> Investitori: 10 FP UK <i>Asset Manager</i> specializzati + investimenti diretti della piattaforma	Investimenti in energia rinnovabile, energia dai rifiuti, infrastrutture sociali e trasporti. Possibilità di investire in UK PPP (progetti infrastrutturali).
Infrastructure	Australia	Promotore: <i>Future Fund and SuperAustralia</i> AMs specializzati	Progetti infrastrutturali in Australia (79%)
Dutch Loan Fund	Paesi Bassi	Promotore: Euronext, Robeco, banche, investitori istituzionali olandesi	PMI olandesi. Fondo di <i>private debt</i> e <i>loans</i>
Capital Constellation	Stati Uniti/Regno Unito	Promotore: Railpen, Alaska PF, Kuwait SS AMs Specializzati	Investimenti congiunti in mercati di nicchia, <i>start up</i> e <i>private equity</i>
Investment Trusts	Regno Unito	Promotore: LSE Investitori: investitori istituzionali e retail soprattutto inglesi	400 fondi chiusi di investimento con più di 140 veicoli dedicati all'investimento in PMI quotate o aziende private tramite <i>private debt</i> , <i>private equity</i> e <i>venture capital</i>

Nota: la sintesi dei Case Study è tratta dai lavori del Gruppo “Project Me” di Borsa Italiana

2.5 Conclusioni

L'evidenza empirica internazionale ci parla **dell'esistenza di un *home bias* significativo nell'investimento dei fondi pensione**, sia per l'*equity* che per il debito. L'evidenza empirica internazionale mostra però anche che - nella sua componente di investimento cosiddetto liquido in azionario pubblico, obbligazionario governativo e *investment grade* - tale fenomeno è in significativa riduzione. L'accesso alla diversificazione globale dei portafogli è stato reso più semplice e meno costoso dalla globalizzazione dei flussi internazionali di capitali. Lo *home bias* non scende in Paesi quali ad esempio la Francia, ove **l'investitore istituzionale domestico viene esplicitamente ingaggiato a sostegno dell'economia del Paese dalle istituzioni**. L'*asset class* in crescita a livello mondiale è quella degli alternativi, rispetto ai quali lo *home bias* è peraltro economicamente giustificato per il perdurare di importanti costi di transazione e di acquisizione dell'informazione. L'analisi di *case study* internazionali mostra una preferenza per l'investimento domestico, **ma anche una serie di vincoli per poter accedere a tali *asset class***: *size* degli *asset*, comportamenti collaborativi tra gli investitori istituzionali e con altri *player* finanziari, diversificazione e profondità dell'offerta, commitment istituzionale del Paese.

Il fenomeno dello *home bias* è presente anche in Italia, anche se **in misura minore rispetto al confronto internazionale**; soprattutto nei Fondi Pensione Negoziati è decisamente contenuto e quasi inesistente per l'investimento azionario. Ciò unito alla minore propensione all'investimento in *equity* rende i Fondi Pensione italiani pressoché assenti nella compagine azionaria delle società quotate italiane, investendo così solo l'1% del portafoglio. La regolamentazione di mercato impone ai Fondi Pensione di affidare la fase di esecuzione dell'investimento ad *asset manager* terzi che utilizzano, nella parte *core* dei portafogli, *benchmark* di mercato internazionale nei quali le società italiane quotate pesano poco. L'esistenza inoltre dei comparti e la preferenza per quelli meno rischiosi da parte dei beneficiari stessi porta a una maggiore esposizione nei confronti delle obbligazioni.

Esistono dunque spazi “di mercato” affinché gli investitori istituzionali italiani siano maggiormente presenti come finanziatori dell'economia reale domestica?

Un maggior investimento nell'*equity* domestico del portafoglio *core* è nei numeri ragionevole, visto il divario con gli altri Paesi. Può essere ad esempio perseguito attraverso scelte di investimento in aziende con forte vocazione ESG e quindi a sostegno della crescita sostenibile del Paese, tema sempre più rilevante e ove la prossimità consentirebbe anche attività efficaci di *engagement* con gli emittenti. Non costituisce però l'unica soluzione soprattutto perché la stessa economia italiana è composta prevalentemente da piccole e medie imprese con un accesso ancora limitato al mercato dei capitali.

Una strada complementare è rappresentata **dagli investimenti in *asset* alternativi italiani** (piccole e medie imprese e infrastrutture *in primis*). Per questa tipologia di investimenti, ove maggiore è il potenziale, è importante ridurre i vincoli all'accesso dal punto di vista del comportamento degli investitori, delle *best practice* di mercato e attraverso la creazione di un'offerta adatta all'investimento istituzionale.

Queste le sfide che questo Tavolo di Lavoro ha affrontato provando a identificare concrete soluzioni.

Ringrazio in particolare per il supporto nelle elaborazioni preliminari e per le occasioni di confronto i colleghi del Gruppo di Lavoro “Project me” di Borsa Italiana, ovvero Carolina Avanzini, Giuditta Baldacci, Anna Rita Birtolo, Sara Bontempi e Stefano Tripputi.

3. Le Associazioni e gli *stakeholder* del sistema

Come si è detto dettagliatamente nel Capitolo 1, accanto agli investitori istituzionali hanno preso parte al Tavolo di Lavoro anche i vari *stakeholder* che sono parte integrante del sistema. Il presente capitolo raccoglie il punto di vista delle Associazioni di categoria nonché di quei soggetti che, con la loro attività, contribuiscono alla crescita del sistema.

3.1 Le Casse e gli investimenti in economia reale

Alberto Oliveti, Presidente AdEPP

Il tema del supporto all'economia reale **sta avendo forte impatto sulla politica di investimento delle Casse privatizzate e sulle dinamiche di crescita dei patrimoni**. Secondo l'ultimo Report sugli investimenti Adepp, negli ultimi cinque anni il complesso di questi patrimoni è cresciuto del 32,5%, passando dai 65,6 miliardi di euro del 2013 agli 87 miliardi di euro di fine 2018. La crescita può essere ascritta essenzialmente a due fattori: **il saldo previdenziale positivo** – sinonimo di una buona salute delle professioni nonostante la crisi economica che sta attraversando il Paese – e **i rendimenti realizzati sugli investimenti**, che sono stati nettamente più alti del tasso di crescita dell'economia nazionale. Le Casse, infatti, hanno assicurato una *performance* pari a circa l'1,4% netto annuo contabile, e molto superiore se calcolata ai valori di mercato.

Rispetto al quadro descritto varieranno le dinamiche previdenziali, a causa delle tendenze che dominano lo scenario globale, e che avranno un significativo impatto economico e attuariale sulla previdenza: **la longevità**, che comporterà un aumento della durata delle prestazioni, **la rivoluzione tecnologica e la digitalizzazione**, che determineranno l'obsolescenza di alcune professioni tradizionali e **la globalizzazione**. Queste tendenze, tra le altre, hanno imposto alle Casse una riflessione su come pianificare il futuro e cogliere nuove opportunità; considerazioni alla base della scelta **di investire maggiormente in quelle aree professionali**, caratteristiche delle platee degli iscritti, da cui è possibile ottenere una ricaduta positiva anche sull'intero sistema Paese.

Consolidato il fatto che le Casse devono assolvere la funzione prioritaria di finanziare le prestazioni previdenziali e assistenziali, gli scenari socio-economici dimostrano quanto non sia più sufficiente la sola gestione prudente degli investimenti per garantire sostenibilità e rendimenti sicuri, ma che a questa gestione sia opportuno affiancare una strategia per sostenere il lavoro.

Per citare due dati significativi, secondo il già menzionato IV Report sugli investimenti Adepp, **la quota investita in Italia da parte delle Casse si attesta al 40%**, mentre, come calcolato dal Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali, le Casse hanno investito il 16,31% del patrimonio, per un totale di 10,89 miliardi di euro, in economia reale domestica¹. Quasi il 90% di questi investimenti si concentrano nei Fondi di investimento alternativi (FIA) a matrice immobiliare e in azioni di società operative in Italia. I numeri dimostrano che nelle strategie di investimento delle Casse una delle parole d'ordine è diventata *“mission related”*, a riprova che le iniziative di investimento per sostenere il sistema produttivo e quindi l'economia del Paese siano diventate punto cardine di una macro-strategia votata alla sostenibilità. **Tali investimenti perseguono obiettivi di crescita delle opportunità professionali**, declinandosi verso un *welfare* più robusto a supporto della competitività. I professionisti mostrano di aver capito prima di altri che il benessere e la crescita reale del Paese passano attraverso l'investimento nel proprio contesto di riferimento, le professioni, e quindi nel

¹ Sesto Report sugli “Investitori Istituzionali italiani”, Itinerari Previdenziali.

Paese stesso. Non stupisce quindi che le Casse abbiano **aumentato nell'ultimo decennio il sostegno al Paese**, dimostrando una sensibilità concreta alle maggiori difficoltà emergenti dallo scenario complessivo (sociale, economico, politico).

Parallelamente **lascia ancora interdetti lo stato di incertezza della politica**, compresa l'attesa del Regolamento sugli investimenti, in sospeso dal 2011. Tenuto conto che le politiche delle Casse Privatizzate sono caratterizzate dalla lungimiranza, riteniamo che sia proficuo dotarci di un sistema di regolazione degli investimenti condiviso con i vigilanti, che ne facilitino la realizzazione, per garantire gli iscritti e la tenuta dei sistemi, e che allo stesso tempo favoriscano lo sviluppo e il rafforzamento professionale per la piena soddisfazione della nostra missione istituzionale.

Nell'attesa abbiamo sviluppato un codice di autoregolamentazione, che peraltro incorpora già diversi spunti del regolamento europeo sui Fondi Pensione (IORP II) e abbiamo favorito la diffusione di una cultura operativa ispirata alle migliori pratiche per garantire chiarezza procedurale e tracciabilità operativa. Risulterebbe invece un ulteriore aggravio di adempimenti e vincoli la sottomissione del Codice degli appalti alla selezione dei gestori finanziari da parte delle Casse.

Spinosa anche la situazione che riguarda la **tassazione a cui sono sottoposte le Casse di Previdenza**, che nel tempo si è dimostrata poco stabile e disincentivante. L'imposizione è tripla se, oltre alla tassazione dei rendimenti del patrimonio e delle prestazioni, consideriamo anche l'inclusione delle Casse nell'elenco ISTAT delle pubbliche amministrazioni, costata 78 milioni solo di *spending review*. Come investitori istituzionali decisi a difendere la nostra natura privata, chiediamo che il Governo si faccia promotore di iniziative legislative condivise, che vadano nella direzione di una maggiore coerenza e costanza delle regole, perché **la volatilità normativa non permette di programmare le attività con una visione prospettica e strategica** necessaria per garantire sicurezza soprattutto ai giovani.

3.2 Economia reale e Fondi Pensione Negoziali: l'unione fa la forza

Giovanni Maggi, Presidente Assofondipensione

Nonostante se ne discuta da tempo, sono ancora modeste le risorse che gli investitori istituzionali, tra cui i Fondi Pensione, destinano all'economia reale domestica, certamente non in linea con le esigenze di finanziamento delle nostre imprese e, più in generale, del nostro Paese.

Tuttavia, non si può trascurare che **il consolidamento della ripresa economica passa dalla riattivazione degli investimenti e dalla canalizzazione delle risorse finanziarie verso l'economia reale**, tema centrale anche dell'Agenda europea.

L'obiettivo di un fondo pensione è quello di garantire il massimo rendimento possibile, all'interno di un certo profilo di rischio, ma questo tipo di scelta, limitata alla sola analisi del rendimento finanziario, potrebbe finire col penalizzare le imprese italiane e, più in generale, l'intero sistema Paese, soprattutto se, in un'ottica di ricerca di mero rendimento finanziario, i Fondi Pensione continuano ad **assorbire risorse dal nostro sistema produttivo per investire in imprese o sistemi paese nostri concorrenti**.

Tenuto conto che i Fondi Pensione Negoziali sono ormai istituzioni consolidate che amministrano nel loro insieme masse finanziarie importanti, è tempo di ripensarne il ruolo in modo da garantire, per un verso, un basso profilo di rischio coerente con gli interessi degli iscritti e, dall'altro lato, una capacità di supportare il sistema produttivo e sociale del nostro Paese, potendosi muovere con un orizzonte temporale più lungo rispetto a quello dei normali operatori presenti sul mercato.

Uno sviluppo economico sostenuto e duraturo potrebbe risolvere anche le attuali emergenze sociali, quali l'elevato tasso di disoccupazione, in particolare di quella giovanile, e il basso livello dei salari nonché intercettare le sfide dell'invecchiamento e incrementare la diffusione di una finanza sostenibile. **Da tempo si chiede al regolatore politico l'individuazione di strumenti idonei**, coordinati all'interno di un piano nazionale che veda Governo e Parti sociali, che consentano di finanziare lo sviluppo economico del Paese in condizioni di sicurezza per gli iscritti alla previdenza complementare. Tuttavia, malgrado da anni se ne parli, sono mancate soluzioni di investimento, veicoli funzionali alla nostra economia e una fiscalità di vantaggio. Né sembrano ravvisarsi novità in tal senso nella Manovra di Bilancio 2020, a parte per l'estensione dell'investimento in PIR.

In questo contesto, muovendosi nella direzione di convogliare importanti risorse finanziarie verso l'economia italiana e avvicinare i Fondi Pensione aderenti a un'interessante opportunità di investimento, avuto riguardo agli obiettivi prefissati dal Consiglio Direttivo nel "*Piano di attività 2016-2019*", **Assofondipensione ha avviato con Cassa Depositi e Prestiti un progetto** volto alla costituzione di una piattaforma per l'investimento dei **Fondi Pensione Negoziati in fondi di *private equity*, *private debt* e a impatto sociale**, con l'obiettivo di favorire la diversificazione/decorrelazione del rischio di portafoglio da un lato e il sostegno all'economia, all'occupazione e alla coesione sociale del Paese dall'altro, che vedrà anche il coinvestimento della CDP. **L'obiettivo è facilitare l'afflusso di investimenti verso l'economia nazionale** attraverso i fondi di fondi gestiti da Fondo Italiano di Investimento SGR (FII), mobilitando risorse provenienti dai Fondi Pensione e da CDP. Nel pieno rispetto dell'autonomia decisionale degli organi di amministrazione dei Fondi Pensione che vorranno aderire al Progetto, l'iniziativa punta **a raccogliere perlomeno 400 milioni di euro, in aggiunta alle risorse di CDP**. I Fondi Pensione attualmente gestiscono per conto dei loro aderenti oltre 180 miliardi di euro e rappresentano un importante bacino di risorse da poter mobilitare a favore degli investimenti in economia reale, cogliendo al contempo la possibilità di maggiori rendimenti per i loro iscritti. CDP, in qualità di Istituto Nazionale di Promozione italiano e di investitore di lungo periodo, investirà al fianco dei Fondi Pensione negli strumenti finanziari gestiti da FII.

I Fondi Pensione interessati a partecipare all'iniziativa allo studio avranno la possibilità di investire in fondi di fondi di *private equity*, di *private debt* e in altre *asset class* in corso di perfezionamento con una struttura appositamente dedicata e ideata con l'importante contributo di FII.

Oltre che a un più ampio ventaglio di *asset class* e strategie è interessante che nei propri investimenti i Fondi Pensione Negoziati siano sempre più attenti agli impatti sociali e ambientali. Il tema è molto importante e merita la massima attenzione, anche perché **l'integrazione di criteri ESG nella gestione**, fortemente richiesto dalla normativa IORP II, può essere insieme obiettivo e veicolo di rimotivazione della relazione stessa fra iscritti e fondo pensione.

La *governance* da parte degli investitori previdenziali potrà garantire un corretto approccio a tali investimenti che garantisca l'assenza di conflitti di interesse e la ricerca di quelle condizioni di prudenza e garanzia necessarie a ogni investimento previdenziale. Si tratta di un'occasione importante per i fondi associati, ai quali agli inizi del nuovo anno verrà presentato il Progetto, per individuare soluzioni innovative - ottenere rendimenti aggiuntivi attraverso l'investimento in strumenti alternativi – che consentono di contribuire al sostegno del nostro sistema produttivo. In un'ottica strategica di sistema, a sostegno di questo processo sarebbe utile, sin dalla prossima legge di Bilancio, **introdurre meccanismi di incentivo fiscale agli investimenti** e, al contempo, avviare un "semestre di adesione informata alla previdenza complementare" che coniughi lo strumento del silenzio assenso con una campagna informativa istituzionale, per un **concreto rilancio delle adesioni**.

3.3 Le forme di previdenza complementare e gli investimenti in “economia reale”

Sergio Corbello, Presidente Assoprevidenza

L'espressione investimenti nell'economia reale (nazionale) è locuzione sintetica, di per sé non particolarmente felice, ma ormai radicata nell'uso e, quindi, di fatto, consolidata. **Con essa si intende indicare una specifica tipologia di impieghi suscettibili di sostenere e mettere in moto la macchina produttiva del Paese, fornendole carburante finanziario.** Gli investimenti in economia reale, talora, sono impropriamente contrapposti a quello - da sempre largamente praticato da tutti gli enti previdenziali - in titoli di Stato. Va rilevato, tuttavia, che quest'ultimo è un impiego sino a ora conveniente e più che meritorio, indispensabile per il sostegno alla nostra sempre precaria finanza pubblica. In argomento occorre, invece, correttamente considerare gli impieghi in obbligazioni *corporate*, azioni di mercati - e, quindi, di imprese - esteri e veicoli di investimento correlati, che attengono certamente all'economia reale nel senso indicato, ma non a quella domestica e al supporto che a essa può/deve essere offerto.

L'indicata tematica è da tempo all'attenzione degli investitori previdenziali, siano essi Casse di Previdenza professionali di primo pilastro - le cui riserve ammonteranno, a fine 2019 a più di una novantina di miliardi - o Fondi di Previdenza complementare delle diverse tipologie - le cui riserve, a fine 2019, complessivamente tenderanno ad avvicinarsi al traguardo dei 200 miliardi di euro (più di 65 miliardi di euro i fondi preesistenti, per oltre 600 mila aderenti; circa 55,5 miliardi i fondi negoziali, per circa 3,120 milioni di iscritti; oltre 22 miliardi gli aperti, per oltre 1,520 milioni di aderenti; oltre 40,6 miliardi i PIP nel loro complesso, per più di 3,7 milioni di aderenti).

È appena il caso di sottolineare come ragionare di investimenti in economia reale conduca necessariamente a considerare gli impieghi in FIA.

Per il ruolo di Centro Tecnico Nazionale assolto da quasi 35 anni, privo di qualsivoglia velleità di rappresentanza politica del Comparto, ad Assoprevidenza non compete certo fornire specifiche indicazioni agli associati riguardo agli impieghi patrimoniali da compiere: in argomento, peraltro, da tempo l'Associazione è impegnata almeno su due fronti:

- nel rendere sempre più informati i Fondi Pensione sul tema dei FIA;
- nel trovare/suggerire soluzioni tecniche, anche innovative, per utilizzarli più agevolmente e per sceglierli, tra le diverse tipologie offerte dal mercato.

Quanto sopra, fermo restando che qualsivoglia impiego deve sempre e comunque connotarsi per un corretto equilibrio tra il conseguimento del miglior risultato reddituale possibile (a rischio contenuto e attentamente pre-valutato), stante l'obiettivo istituzionale delle forme previdenziali, a prescindere da altre pur meritorie finalità.

Proprio in relazione all'azione svolta sotto il profilo tecnico, Assoprevidenza ha salutato con grande favore il concretizzarsi, nel corso del 2019, di un primo *step* dell'iniziativa, nota come “Progetto Iride”, con la quale **taluni Fondi Negoziati affini si sono “consorziati”, per realizzare congiuntamente un investimento nel comparto del *private equity*.** Ciò, conferendo, con il supporto di un primario *advisor*, uno specifico mandato gestorio comune, secondo uno schema applicativo direttamente derivante dagli esiti di un interpello a suo tempo sottoposto a COVIP dall'Associazione. Sempre avuto riguardo ai FIA, sotto il profilo informativo, Assoprevidenza segue con attenzione lo sviluppo di iniziative della Cassa Depositi e Prestiti, stimulate da Assofondipensione, così da poterne dare tempestiva conoscenza a tutto il Comparto e ha già in programma per il 2020 una rilettura delle potenzialità offerte da un settore quanto mai “tradizionale” qual è l'immobiliare, nel cui ambito,

tuttavia, si stanno delineando profili di innovazione di grande interesse. La qual cosa, secondo una linea di condotta seguita da anni, nel corso del quale si sono realizzati specifiche informative (con seminari, convegni, pubblicazioni) sulle diverse tipologie di fondi alternativi. Si sono così analizzate, già quasi cinque anni orsono, le caratteristiche dei Fondi di debito, conducendo un'analisi comparata circa il loro utilizzo in ambito internazionale. È stata nel tempo costante l'attenzione per il mondo del *private equity* e sono state svariate le iniziative che hanno riguardato il comparto delle energie alternative, nelle sue diverse articolazioni, fortemente connesso anche al tema dell'economia sostenibile.

Da ultimo, desidero ricordare come l'Associazione abbia dispiegato una **grande attenzione tecnica e posto in essere variegata iniziative avuto riguardo ai fondi, delle diverse tipologie possibili, dedicati alle cosiddette infrastrutture sociali, siano esse RSA**, intese nella più ampia accezione, strutture sanitarie/assistenziali di vario tipo, studentati.

Va sottolineato che, per quanto attiene alle iniziative nell'economia reale, Assoprevidenza, fatto salvo il dovere di dar conto agli Associati di ogni e qualsivoglia opportunità, pone un accento particolare proprio sulle infrastrutture sociali, giacché esse, oltre a consentire di realizzare rendimenti significativi, ordinariamente con una bassa componente di rischio, si configurano come *mission related*, certamente per i fondi di previdenza complementare ma anche per le casse/fondi di assistenza sanitaria che presentino talune riserve da mettere a frutto. La connessione con le finalità delle entità ora richiamate ben può esaltarsi anche con la stipula di convenzioni a favore degli aderenti alle entità stesse per l'accesso prioritario alle strutture oggetto dell'investimento.

3.4 Il ruolo di CDP a supporto dell'economia reale

Vito Lo Piccolo, Responsabile Investment Partners & Fund Promotion CDP

Gli investimenti da parte degli attori istituzionali a supporto dell'economia reale sono da tempo un tema di chiara rilevanza, non solo per i protagonisti della finanza, ma anche per le autorità governative nazionali e dell'Unione Europea, che puntano a veicolare verso l'economia risorse finanziarie fresche e con orizzonte temporale di lungo termine.

Cassa Depositi e Prestiti, come previsto dalla sua missione istituzionale, opera a favore dell'economia nazionale, contando in futuro di ampliare ulteriormente il proprio impegno per una crescita sostenibile e inclusiva. CDP è consapevole che i più importanti interventi ad alto impatto per il Paese, strutturali e infrastrutturali, **richiedono investimenti proiettati nel lungo periodo mediante l'impiego di capitali pazienti**.

Per venire incontro al mutato contesto nazionale e internazionale e facendo leva sulla solidità delle sue iniziative passate, CDP ha nel tempo gradualmente affiancato la storica attività di *lender* per imprese e pubbliche amministrazioni a **strumenti finanziari più affini alle richieste del tessuto economico e sociale italiano**. CDP ha cercato di individuare e colmare *gap* di mercato, avendo sempre chiari i limiti imposti dal suo statuto e dal senso di responsabilità verso i risparmiatori e verso il Paese. Con il Piano industriale 2019-2021, il Gruppo CDP intende contribuire attivamente, nell'attuale complessa congiuntura, a una ripresa economica vigorosa e sostenibile, fondata, tra l'altro, sul sostegno all'innovazione. Un piano ambizioso, che mira ad **attivare risorse nell'economia italiana per oltre 200 miliardi di euro in 3 anni**, di cui 111 miliardi mobilitati direttamente da parte del Gruppo CDP.

Al contempo, CDP ha identificato **nel *private capital* e nel suo sviluppo un importante fronte di azione e fattore di crescita per il Paese** e quindi si è adoperata in tal senso.

In questa direzione vanno le iniziative lanciate dal Fondo Italiano di Investimento e attualmente in *fund raising*, nelle quali già diverse Casse di Previdenza hanno creduto e investito al fianco di CDP, a supporto delle imprese ad alto contenuto tecnologico (*FII Tech Growth*) e per la creazione di campioni industriali nazionali (*FII Innovazione & Sviluppo*). In tale ambito, è auspicabile che altri investitori previdenziali si uniscano a quelli che hanno già investito, nell'ottica di coniugare l'obiettivo di un adeguato ritorno sul capitale investito con il sostegno alla competitività del nostro sistema delle piccole e medie imprese.

Un ulteriore importante fronte di intervento, rispondente in maniera particolarmente efficace all'obiettivo di raccogliere e catalizzare le spinte verso l'innovazione provenienti da tutto il territorio nazionale, riguarda gli investimenti nel *venture capital* che verranno effettuati tramite il cosiddetto Fondo Nazionale Innovazione, che agirà sia tramite fondi di investimento diretti, che attraverso lo strumento del fondo di fondi e nel cui ambito sarà altrettanto importante riuscire a catalizzare le risorse di altri investitori italiani, previdenziali e non.

L'intervento del Gruppo CDP, ad ogni modo, per quanto capillare, mirato e significativo, non è naturalmente sufficiente a colmare tutte le esigenze di investimento del Paese. È dunque fondamentale, non ultimo per la funzione di CDP quale Istituto di Promozione Nazionale e per il bene del nostro Paese, che si instaurino **forme di collaborazione nuove e più solide con tutti gli investment partners**.

Insieme agli altri enti di previdenza con i quali CDP costantemente dialoga, **i Fondi Pensione rappresentano degli interlocutori strategici**. A tal proposito, è stato recentemente avviato un Tavolo di Lavoro tecnico con Assofondipensione con l'obiettivo di strutturare un progetto, unico nel suo genere, che permetta di veicolare risorse dei Fondi Pensione verso investimenti alternativi: **fondi di fondi private equity, private debt ed eventualmente altre asset class**.

Vogliamo perseguire dunque il primario obiettivo di convogliare importanti risorse finanziarie verso l'economia del nostro Paese anche attraverso i capitali degli investitori istituzionali che storicamente sono focalizzati su *asset* tradizionali.

4. I “case study”

Il presente capitolo è dedicato alla **presentazione dei casi virtuosi** che sono stati ospitati durante gli incontri del Tavolo di Lavoro. Sono riportate, per ciascun investitore analizzato, **una breve intervista**, pubblicata sul **blog “ilPunto” di Itinerari Previdenziali**, 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.

4.1 Patrimoni solidi per investimenti diversificati a vantaggio del Paese

Fabio Lenti, Responsabile Investimenti Mobiliari CNPADC

Sostenere l’economia reale italiana è sempre più importante anche per gli investitori previdenziali, ma non va mai dimenticata la primaria funzione di erogatori di prestazioni pensionistiche e dunque l’adeguatezza in questo senso delle loro asset allocation.

L’investimento in economia reale italiana è certamente il tema del momento. I fatti però raccontano di un mercato e di un interesse crescente anche da parte degli investitori istituzionali italiani. I percorsi di studio rivolti ai possibili investimenti alternativi e la professionalizzazione delle strutture ha consentito di innovare le gestioni finanziarie anche con prodotti più strutturati e spesso più rischiosi. In prima fila le Casse di Previdenza dei liberi professionisti; con Fabio Lenti, **Responsabile Investimenti Mobiliari della Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza dei Dottori Commercialisti**, abbiamo approfondito come la Cassa sostiene le PMI italiane e in generale l’economia reale nazionale.

Le Casse di Previdenza hanno una platea di aderenti ben definita e devono rispondere dunque alle peculiari esigenze di ciascuna categoria di liberi professionisti. Questo è un fattore che incide nella vostra scelta di investire a supporto dell’economia reale?

Assolutamente, ma va precisato che **questa non può e non deve rappresentare l’unica ragione per la quale muoverci in questa direzione**: tutte le operazioni di investimento, infatti, devono sempre essere collocate all’interno della nostra *asset allocation* strategica e devono, quindi, essere **in linea con gli obiettivi di lungo termine** volti a garantire non solo l’erogazione della pensione ma anche la sua adeguatezza. Negli ultimi anni la ricerca di fonti alternative di rendimento e di diversificazione ha favorito l’inclusione di forme di investimento caratterizzate da un minore grado di liquidità all’interno dei portafogli istituzionali. Queste tipologie di investimento, per lo più declinabili, per l’appunto, in investimenti in economia reale, rappresentano per i nostri iscritti delle opportunità professionali in quanto, per definizione, si interfacciano quotidianamente con realtà di questo tipo e sostenerne la crescita crea, dunque, **un effetto volano sulla professione**.

In che modo avviene il finanziamento all’economia reale italiana e di che ammontare parliamo sul totale dell’attivo della Cassa?

La Cassa finanzia l’economia reale Italia sia in forma diretta che indiretta. Vigendo un vincolo assembleare che limita fortemente il detenere partecipazioni azionarie, la modalità con cui si contribuisce è principalmente legata all’investimento in mercati privati tramite sottoscrizione di fondi chiusi (*private equity*, *venture capital*, *private debt* e infrastrutture).

Al 31/12/2018, con riguardo a questa componente, la Cassa ha sottoscritto investimenti in fondi con esclusivo *focus* su Italia per oltre **120 milioni di euro**. A questi si sommano **470 milioni** investiti in fondi immobiliari e, inoltre, sulla base del *trend* attuale, stimiamo che gli investimenti in fondi

internazionali contribuiranno per ulteriori **50 milioni** in impieghi destinati ad aziende italiane. Puntando a ciò che può essere considerata forma diretta vanno considerate le quote che la Cassa detiene in Banca d'Italia: **150 milioni** al 31/12/2018 a cui si aggiungono ulteriori **75 milioni** sottoscritti nel 2019, per un totale quindi di **225 milioni di euro**. Gli immobili detenuti direttamente hanno poi un valore di mercato di **321 milioni**. Considerati in generale gli ulteriori investimenti sottoscritti nel 2019, nei soli mercati non quotati, l'esposizione attuale ammonta a oltre **1,2 miliardi di euro**. Precisiamo inoltre che, nel considerare l'esposizione complessiva e il finanziamento all'economia reale, noi consideriamo come contributo anche le posizioni indirette detenute sul mercato azionario/obbligazionario quotato, i titoli governativi e la liquidità depositata presso istituti domestici che porterebbe l'esposizione complessiva a valori ben superiori di quelli prima descritti.

Investire in strumenti alternativi come private equity, private debt e venture capital richiede certamente una specializzazione e una preparazione finanziaria rilevante; in che modo avete intrapreso questo percorso e quanto è importante avere strutture interne altamente qualificate per diversificare con tali strumenti i propri portafogli?

La Cassa è supportata, praticamente sin dai primi investimenti di questo tipo, da un *advisor* internazionale specializzato nei mercati privati che garantisce non solo che ci sia massima trasparenza nel processo di selezione ma anche che si abbia il più possibile massimo accesso a tutte le strategie sul mercato. Questo affiancamento ci ha inoltre permesso di **crescere internamente** maturando le competenze necessarie non solo nelle fasi di selezione ma anche nelle successive fasi di monitoraggio e gestione degli investimenti che richiedono specifiche competenze che sconfinano anche in materie giuridiche e fiscali oltre che finanziarie. **Si tratta di un settore estremamente dinamico** dove non si finisce mai di confrontarsi con tematiche nuove e sempre differenti e avere voglia di imparare è la regola aurea per non rimanere indietro. A oggi possiamo affermare che la struttura conduce una propria *due diligence* parallelamente e indipendentemente dall'*advisor*, pur mantenendo, così come per qualunque altro investimento operato dalla Cassa, un continuo e reciproco confronto costruttivo.

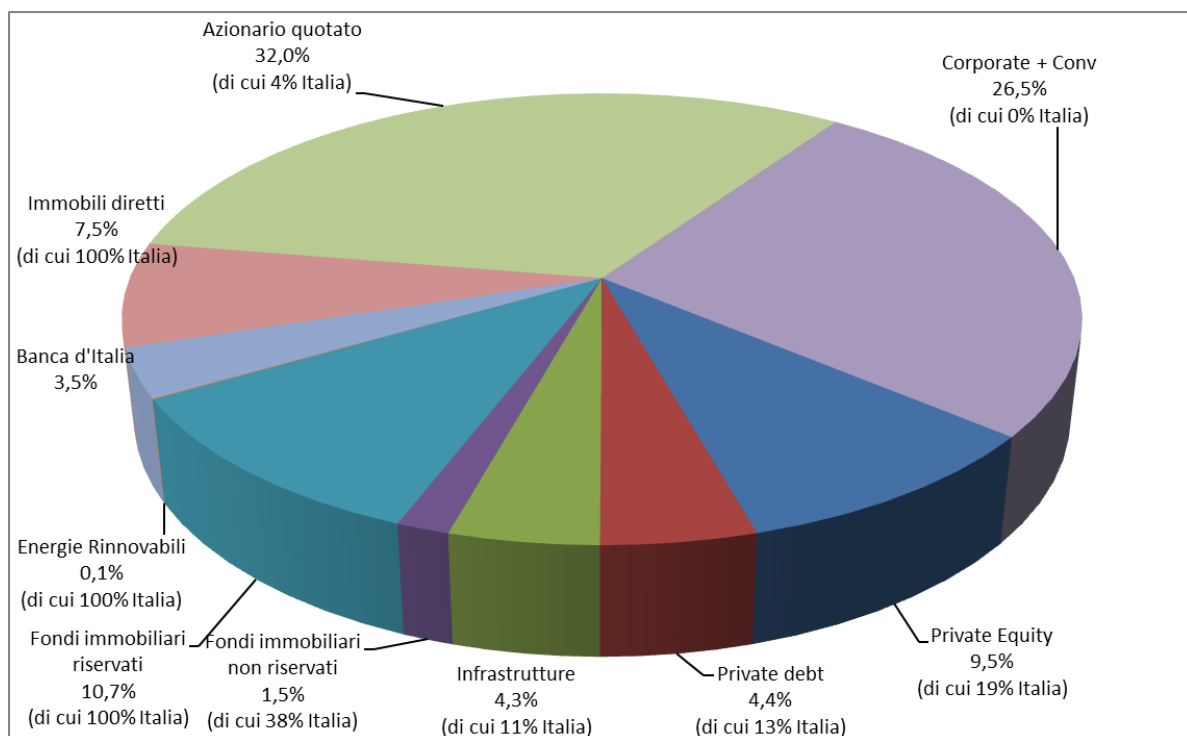
Caratteristiche dell'investitore: CNPADC	
Tipologia di appartenenza	Cassa di Previdenza
Anno di costituzione/Istituzione	1963
Tipologia di destinatari/partecipanti	Dottori Commercialisti
AUM	7,4 miliardi di euro al 31/12/2018
Overview generale degli "Investimenti in economia reale italiana"	
Elenco dei "casi" di "Investimento in economia reale italiana"	• Fondi chiusi italiani di <i>private equity</i>: ○ <i>Alcedo IV</i> ○ <i>Armònia Italy Fund</i> ○ <i>Clessidra Capital Partners 3</i> ○ <i>Consilium Private Equity Fund III</i> ○ <i>Principia III – Health</i> ○ <i>Quadrivio Private Equity Fund 3</i> ○ <i>Wisequity IV</i> ○ <i>United Ventures One SICAF</i> <i>EuVECA SpA</i> • Fondi chiusi italiani di <i>private debt</i>: ○ <i>Muzinich Italian Private Debt Fund</i> ○ <i>Italia FoF Private Debt</i> • Fondi chiusi italiani di Infrastrutture: ○ <i>F2i- Secondo Fondo Italiano per le Infrastrutture</i> • Partecipazione del capitale di Banca d'Italia • Fondi chiusi italiani in <i>real estate</i>: ○ <i>Fondo Investimento per l'Abitare</i> ○ <i>Housing Sociale Cascina Merlata</i> ○ <i>Star I</i> • Fondi chiusi italiani immobiliari riservati ○ <i>Primo RE</i> ○ <i>Secondo RE</i> • Investimenti immobiliari diretti • ETF- LIXOR FTSE MIB • OICR azionari: Kairos International SICAV-Italia
Peso % degli "Investimenti in economia reale italiana" rispetto all'AUM totale	15,24% → quota di investimenti in economia reale italiana secondo i criteri richiesti considerando per i fondi chiusi il totale degli impegni assunti. 13,8% → quota di investimenti in economia reale italiana secondo i criteri richiesti considerando, invece, per i fondi chiusi solo l'importo effettivamente richiamato. 16,6% → quota di investimenti in economia reale italiana se si considera, invece, il <i>look through</i> anche dei fondi internazionali (inclusi anche <i>corporate</i>, azionario, convertibile, immobiliare).

Motivazioni generali degli “Investimenti in economia reale italiana”

Nel rispetto dell'*asset allocation* strategica e del principio di diversificazione, la Cassa ha sempre mantenuto un sovrappeso relativo degli investimenti nell'economia reale domestica con la finalità, tra le altre cose, di sostenere e contribuire alla crescita del Paese anche, seppur indirettamente, nel beneficio dei propri iscritti.

Si riporta di seguito un grafico con l'allocazione degli investimenti in economia reale e la relativa percentuale di investimenti in Italia che sottolineano la sovraesposizione relativa al nostro Paese per tutte le *asset class* riferibili alla “pura economia reale”.

Si evidenzia, inoltre, che come sopra illustrato molte delle strategie internazionali hanno una considerevole quota di investimenti in Italia che si somma alle percentuali sotto riportate.



Milestones

Su delibera dell'Assemblea dei Delegati, a partire dal 2016, la Cassa può derogare al proprio vincolo di non detenere direttamente partecipazioni azionarie con lo scopo di poter acquisire partecipazioni con finalità strategico-istituzionale e, conseguentemente, a potenziale sostegno dell'economia reale. In forza di tale Delibera, la Cassa ha acquisito negli anni una partecipazione del capitale di Banca d'Italia attualmente pari al 3%.

Tutte le decisioni di investimento vengono assunte dal Consiglio di Amministrazione, a seguito dell'istruttoria condotta dalla Commissione Investimenti di Competenza con il supporto dell'*advisor* strategico, secondo le linee guida contenute nel *budget* degli investimenti (redatto in ottemperanza dell'*asset allocation* strategica) e approvate dall'Assemblea dei Delegati.

Per la selezione di investimenti in economia reale, così come per tutti gli altri investimenti, la Cassa si attiene alle proprie procedure che sono differenziate in base al tipo di strumento oggetto di analisi. Nel caso di gestioni “indirette” (OICR per esempio, come successivamente approfondito) viene coinvolto lo specifico *advisor* di supporto alla selezione, il quale fornisce preliminarmente una mappatura del mercato di riferimento e collabora con la Direzione Investimenti nel condurre le *due diligence* sulle opportunità più adeguate.

Governance del Processo di Investimento

I documenti che attualmente sanciscono e indirizzano le attività di investimento dell'Ente sono principalmente la delibera assembleare sopra citata (che, *inter alia*, definisce gli strumenti investibili) e il documento di *asset allocation* strategica/*benchmark* strategico che prevede il peso strategico di ciascuna *asset class* a cui è associato uno specifico *budget* di rischio *ex-ante*. Il processo di investimento adottato per gli investimenti in economia reale segue le medesime fasi di tutti gli altri investimenti.

La Direzione Investimenti, nel caso di investimenti in delega di gestione, viene supportata dall'*advisor* nella gestione del processo di selezione aprendo la partecipazione a più controparti possibili per garantire la massima competizione. La direzione investimenti conduce le proprie analisi *pari passu*. Nel caso di investimenti diretti, invece, le procedure non prevedono il coinvolgimento dell'*advisor*. La Commissione Investimenti viene, in tutti i casi, informata di volta in volta circa lo stato di avanzamento delle selezioni e terminata un'opportuna istruttoria, presenta una proposta di investimento al Consiglio di Amministrazione. La Direzione Investimenti è coinvolta attivamente oltre che nelle fasi di selezione e *due diligence* anche in quelle di sottoscrizione e, successivamente, di monitoraggio.

L'*advisor* fornisce una mappatura del mercato (all'interno della quale vengono incluse eventuali candidature pervenute nel tempo alla Cassa) e suggerisce l'investimento più appropriato. *Pari passu*, la Direzione Investimenti conduce le proprie analisi e viene formulata una proposta di investimento secondo gli obiettivi di rischio/rendimento prefissati e secondo la conformità di tale investimento alla *best practice* internazionale.

La Cassa predilige la possibilità di avere un ruolo attivo nella *governance* dei propri investimenti. Il Presidente, in qualità di legale rappresentante, rappresenta la Cassa o conferisce delega a rappresentare la Stessa nelle riunioni collegiali (Assemblea dei Partecipanti/*Advisory Board*).

Per quanto concerne gli investimenti in FIA la reportistica ricevuta è almeno semestrale e, in occasione di ciascuna *capital call* o distribuzione, viene esaminato lo stato di avanzamento dell'attività di investimento. Periodicamente vengono inoltre monitorati il portafoglio e la coerenza dello stesso con la strategia di investimento presentata in fase di *due diligence* anche in relazione agli obiettivi di rendimento atteso. In base alle procedure interne, in occasione di ogni CdA viene redatto un *report* di monitoraggio che coinvolge tutti gli investimenti.

Caratteristiche "Investimento nell'economia reale italiana" - Private Equity - Wisequity IV

- Asset class/strategia: private equity
- FIA/GEFIA: FIA
- Durata FIA: 10 anni
- Data di sottoscrizione: febbraio 2016
- AUM sottoscritto/AUM richiamato /AUM conferito in gestione: 15 milioni di euro sottoscritti/circa 8 milioni di euro di richiamato netto al 31/12/18
- Partecipazione alla governance: membro effettivo *advisory board*
- Ultimo rendimento disponibile: al 31/12/18 IRR lordo pari al 59%, netto al 39% - DPI 0,86x – TVPI 1,72x
- Look through: sì attraverso rendiconti trimestrali
- Periodicità valorizzazione: trimestrale (IPEV, Banca di Italia)
- Regime dei costi: 2% *management fee* + 20%/8% *carried interest*
- Indicare se si sono ottenute agevolazioni fiscali o vi è la possibilità di beneficiarne: sì

Peculiarità e aspetti innovativi della propria strategia

- *Risk budgeting* → allineamento agli obiettivi strategici dell'ente anche in caso di investimenti in economia reale italiana;
- procedure trasparenti;
- coinvolgimento di un *advisor* indipendente nella selezione di strumenti in delega di gestione;
- certificazione delle procedure;
- solidità e persistenza dei processi adottati.

4.2 Fondazione di origine Bancaria a supporto dell'economia reale italiana

Matteo Franchetto, Responsabile Attività Patrimoniali e Finanziarie **Fondazione Cariverona**

Il sostegno allo sviluppo del Paese può essere raggiunto in svariati modi, finanziando le piccole e medie imprese nel loro percorso di crescita, investendo nella rete infrastrutturale nazionale, o più localmente attraverso progetti specifici come da sempre fanno le Fondazioni di origine Bancaria

Gli investitori istituzionali italiani sono sempre più al centro dell'attenzione sul fronte del finanziamento verso il tessuto economico e produttivo del Paese. Nella sua accezione più ampia di investimento in economia reale domestica non può che rientrare anche l'operato delle Fondazioni di origine Bancaria che, da sempre, svolgono un ruolo di sostegno ai propri territori di riferimento attraverso le consistenti erogazioni e finanziamenti di progetti impattanti sulle comunità locali. Con **Matteo Franchetto, Responsabile Attività Patrimoniali e Finanziarie della Fondazione Cariverona**, abbiamo affrontato le sfumature di investimento a supporto dell'economia reale italiana.

Le Fondazioni di origine Bancaria sono da sempre molto esposte al sistema Paese dato il loro ruolo di supporto ai rispettivi territori; di conseguenza, oltre alle consistenti erogazioni che le stesse effettuano, c'è spazio per un ulteriore investimento in economia reale?

Le Fondazioni hanno già insito nella loro “mission” il sostegno dello sviluppo economico del Paese attraverso il processo erogativo; **Fondazione Cariverona eroga l'80% del proprio avanzo** e per questo motivo la gestione del patrimonio è fatta, per quanto possibile, in modo da massimizzare il risultato dal punto di vista finanziario (e quindi le erogazioni), indipendentemente dalla geografia dell'investimento, quasi come se si trattasse di un *asset manager*. Detto ciò, nel momento in cui i requisiti di rischio e rendimento sono soddisfatti e nel caso di temi di investimento particolarmente interessanti, c'è sicuramente spazio per un ulteriore investimento o per la sostituzione con un *asset* meno efficiente. Ad esempio, la Fondazione, tramite il fondo di fondi sui *private markets* dedicato alle fondazioni, *DeA Endowment Fund*, ha investito su di una strategia focalizzata sul recupero dei cosiddetti “crediti UTP” italiani e, in tal modo, sul rilancio delle imprese italiane di medie dimensioni.

Poiché le Fondazioni di origine Bancaria non raccolgono contributi ma mirano a conservare/accrescere il proprio patrimonio, quali dovrebbero essere le caratteristiche di un prodotto alternativo adeguato a potervi investire in base alle vostre esigenze finanziarie?

Le politiche di investimento e la strategia di gestione di Fondazione Cariverona è incentrata sull'esigenza di garantire un'adeguata redditività, avendo cura di preservare nel tempo il valore economico del patrimonio, quindi le caratteristiche di qualsiasi prodotto dovrebbero sposarsi con tali esigenze.

Ad esempio, in tale ottica, nell'ambito degli investimenti alternativi, Fondazione Cariverona ha sottoscritto nel primo trimestre del 2019 un piano di investimento in **un fondo di fondi alternativo sui mercati privati** dedicato alle fondazioni, il già citato *DeA Endowment Fund*, dopo averne selezionato il gestore e lavorato con esso alla definizione della politica investimento, della *governance* e dei limiti di gestione più adatti alle esigenze di un cliente istituzionale quale una fondazione, appunto. Il gestore è DeA Capital Alternative e il fondo ha un IRR *target* tra il 6% e il 10%, un orizzonte temporale di 15 anni, e investirà a livello globale in fondi di *private debt* per il 50%, di *private equity* per il 30% e di infrastrutture per il 20%, differenziando i “vintage” su 3 anni. Tali caratteristiche risultano dalla ricerca di un profilo che, da un lato, **assicuri rendimenti superiori a quelli attualmente realizzabili nell'ambito dei mercati più liquidi** ma, dall'altro, non abbia una

J-curve troppo “profonda” e assicuri una distribuzione stabile se non dal primo anno di investimento, almeno dal successivo: queste ultime necessità in particolare danno luogo a un peso più consistente del debito e alla presenza delle infrastrutture in portafoglio.

Nonostante la progressiva riduzione di investimento nella propria conferitaria che inevitabilmente già espone le fondazioni al rischio Paese, vedete la possibilità di effettuare percorsi anche in forma aggregata tra diverse Fondazioni per investire in economia reale?

Certamente. Il già citato *DeA Endowment Fund*, ad esempio, è aperto anche ad altre Fondazioni e investitori istituzionali e, assieme a Fondazione Cariverona, una volta condivisa e approvata la politica di investimento e di *governance*, hanno partecipato al primo *closing* anche la Fondazione Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto e la Fondazione Cassa di Risparmio di Macerata. Un'altra forza di questo tipo di veicolo, specialmente in ambito di mercati illiquidi, ma anche liquidi, è che permette di **sfruttare le economie di scala**, e quindi dare accesso anche a investitori che non raggiungono una massa critica, **senza però rinunciare al beneficio dell' “abito su misura”**, cucito sulle effettive caratteristiche degli enti sottoscrittori.

Caratteristiche dell'investitore: Fondazione Cariverona	
Tipologia di appartenenza	Fondazione di origine Bancaria
Anno di costituzione/Istituzione	1991
AUM	Attivo: <u>Bilancio 2018</u> : 2,2 miliardi di euro <u>Prezzi di mercato 30/10/2019</u> : 1,7 miliardi di euro
Overview generale degli "Investimenti in economia reale italiana"	
Elenco dei "casi" di "Investimento in economia reale italiana"	Partecipazioni quotate e non, territoriali e non; fondi chiusi e non; <i>real-estate</i>
Peso % degli "Investimenti in economia reale italiana" rispetto all'AUM totale	51% dell'attivo valutato a prezzi di mercato
Motivazioni generali degli "Investimenti in economia reale italiana"	
Le Fondazioni hanno già insito nella loro " <i>mission</i> " il sostegno dello sviluppo economico del paese attraverso il processo erogativo; Fondazione Cariverona eroga l'80% del proprio avanzo e per questo motivo la gestione del patrimonio è fatta, per quanto possibile, in modo da massimizzare il risultato dal punto di vista finanziario (e quindi le erogazioni), senza escludere alcun tipo di investimento.	
Milestones	
- Modello di gestione: sia indiretto, attraverso la delega a gestori di fondi dedicati, sia diretto. - L'investimento in economia reale italiana viene selezionato in base a logiche puramente finanziarie di valutazione del rapporto rendimento/rischio nell'ambito di un portafoglio diversificato, con la stessa logica che utilizzerebbe un fondo di investimento o una sgr indipendente.	
Caratteristiche "Investimento nell'economia reale italiana"	
- DeA CORPORATE CREDIT RECOVERY II – Comparto Nuova Finanza - FIA / DeA Capital Alternative L'obiettivo del fondo è quello di contribuire al rilancio, allo sviluppo e alla valorizzazione di imprese italiane di medie dimensioni dai fondamentali industriali solidi, ma in situazione di tensione finanziaria. Fondazione ha investito in tale strategia attraverso il fondo di fondi dedicato alle fondazioni "<i>DeA Endowment Fund</i>", che investe in <i>private debt</i>, <i>private equity</i> e <i>infrastructure</i> a livello globale. La tesi di investimento è che ci sia del valore inespresso negli UTP originati da tali società da far emergere, attraverso l'intervento in azienda, la ristrutturazione del credito, ed eventualmente l'immissione di nuova finanza. Solo dopo aver sposato la tesi di investimento dal punto di vista finanziario, si aggiunge che il successo di tali operazioni andrebbe a beneficio del rilancio di medie imprese italiane. In ogni caso tale scommessa va a far parte di un portafoglio diversificato che è quello del fondo di fondi soprastante.	
Peculiarità e aspetti innovativi della propria strategia	
A prescindere dal tipo di sottostante, sia per investimenti liquidi che illiquidi, lo strumento prediletto da Fondazione è quello del fondo "dedicato", che nasce dall'esigenza di sposare le peculiari caratteristiche dei diversi sottostanti con le peculiari esigenze dell'investitore (le Fondazione di origine Bancaria nel nostro caso, ma anche altre tipologie di investitori istituzionali con esigenze simili), sia in termini di rischio e rendimento che in termini di semplificazione contabile e quindi maggior efficienza.	

4.3 I fondi pensione negoziali e l'economia reale: consolidare la visione di lungo periodo

Giorgio Fano, Chief Investment Officer **Fondo Pensione Eurofer**

Differenti motivazioni ma stesso risultato: anche i Fondi Pensione negoziali sono sempre più attivi nel sostenere l'economia reale tramite investimenti alternativi, più complessi, ma che consentono di ricercare extra-rendimento e diversificare i propri portafogli

Gli ultimi anni di tassi di interesse reali a zero quando non negativi hanno creato evidenti difficoltà nella gestione delle risorse in particolar modo agli investitori previdenziali. Ciò ha spinto gli stessi a cercare extra-rendimenti anche attraverso l'investimento nei mercati privati, che consentono di decorellare i portafogli con l'andamento dei mercati tradizionali e convogliare risorse verso le piccole e medie imprese e verso le infrastrutture, sostenendo lo sviluppo del Paese. Ne abbiamo parlato con **Giorgio Fano, Chief Investment Officer del Fondo Pensione Eurofer**.

I Fondi Pensione stanno intraprendendo sempre più la strada dell'investimento in economia reale anche attraverso progetti di coinvestimento. Qual è stato l'obiettivo che ha spinto Eurofer a investire attraverso strumenti alternativi e quali i più utilizzati?

L'obiettivo di investimento di Eurofer è quello di **garantire un tasso di sostituzione predeterminato nell'arco della vita lavorativa degli iscritti**. In quest'ottica di lungo periodo è necessario confrontarsi con il contesto di mercato soprattutto obbligazionario: il 40% dei titoli governativi offre rendimenti negativi. Questo si è riflesso anche sui rendimenti di altri titoli obbligazionari: oltre 1.000 miliardi di euro di titoli "corporate" offrono rendimenti negativi o vicini a zero. Per poter mantenere fede al proprio impegno Eurofer intende investire fino al 15% del patrimonio dei comparti Bilanciato e Dinamico in strumenti alternativi, in quanto ritiene di poter aggiungere circa l'1% di extra-rendimento su base annualizzata rispetto ai portafogli liquidi.

Questo processo in corso è svolto per gradi. Inizialmente Eurofer si è affacciato al mercato immobiliare (2014) per poi allargarsi a investimenti in infrastrutture (2016) e infine nel *private equity* (2018).

In sintesi la strategia di Eurofer è quella di investire in tre settori dei mercati alternativi:

- immobiliare
- infrastrutture
- *private equity*

In questi tre settori Eurofer può investire su tutta la struttura di capitale (capitale o debito): al contrario di altri operatori di mercato Eurofer alloca le proprie risorse su tutta la struttura del capitale in base al rischio espresso dagli investimenti sottostanti classificati appunto in immobiliare, infrastrutture e *private equity*. Così come sui mercati obbligazionari è possibile investire con una durata finanziaria ("duration") diversa, oppure nel mercato azionario è possibile investire in settori con un "beta" diverso, altrettanto sul mercato privato è possibile scegliere di volta in volta su quale parte della struttura del capitale investire: capitale, mezzanino, debito subordinato, debito *senior* e così via. Per esempio, nell'investimento del 2018 in *private equity* è stata scelta una soluzione di investimento nel *direct lending*, cioè sulla componente di debito *senior* negli investimenti di *private equity*.

Riscontrate qualche difficoltà nel reperire opportunità di investimento in Italia? Secondo voi perché sono ancora pochi i gestori italiani che riescono ad attirare masse da investire nell'economia nazionale?

Per ogni bando pubblicato relativo a investimenti alternativi, **Eurofer ha stabilito perimetri di rischio, di obiettivo e di durata senza limitarli al mercato italiano.** Per quanto riguarda il mercato immobiliare e delle infrastrutture la presenza di opportunità in Italia non manca. Esistono molti operatori attivi che non dimostrano grosse difficoltà ad attirare masse da investire. **Il mercato dell'energia rinnovabile o delle infrastrutture di rete ha attirato capitale senza grossi problemi.** Per quanto riguarda il *private equity*, l'Italia gioca senz'altro un ruolo marginale, con sostanziali problemi ad attirare capitali. Dialogando con gli operatori di strumenti alternativi abbiamo appreso che l'infrastruttura legale sottostante gli investimenti è uno dei fattori di rischio più importanti presi in considerazione in quanto, in caso di insolvenza, è necessario ricorrere a procedure concorsuali. Prendendo in considerazione il mercato mondiale, l'Italia ha un peso limitato nei portafogli probabilmente anche per via dell'infrastruttura legale sottostante. A parità di condizioni si preferisce investire in un'azienda inglese o scandinava, per esempio.

Il rating BBB del debito pubblico ha definito restrizioni preventive a un'esposizione all'Italia da parte di alcuni investitori istituzionali. Anche questo fattore ha contribuito alla difficoltà di attrarre capitale.

Ritenete possibile un aumento della vostra esposizione in strumenti alternativi ma soprattutto vedete opportunità di investimento a supporto delle PMI italiane?

Il programma di investimenti in strumenti alternativi è avviato ed Eurofer è determinato a proseguirlo. Negli ultimi anni la Funzione Finanza è stata rafforzata con due risorse con esperienze pregresse internazionali anche nel settore del *private equity*.

Il programma non dovrà soltanto rispettare i parametri di rendimento di lungo periodo: è importante continuare a investire in strumenti alternativi nel **rispetto della diversificazione e della decorrelazione con il resto del portafoglio.** Eurofer sta valutando con molta attenzione proposte di investimento in strumenti di debito non necessariamente *senior* su tutto il panorama degli alternativi, dal *direct lending* a strumenti mezzanini di infrastrutture o immobiliari. Eurofer si mantiene aggiornata su tutte le iniziative emergenti nel panorama istituzionale. Ha partecipato attivamente a vari tavoli di lavoro e non esclude una propria quota di investimento una volta analizzate le alternative che al momento sono solo delle ipotesi.

Caratteristiche dell'investitore: Eurofer	
Tipologia di appartenenza	Negoziale
Anno di costituzione/Istituzione	1999
Tipologia di destinatari/partecipanti	Dipendenti delle Ferrovie dello Stato, Anas e società controllate
AUM	1.148 milioni di euro
AUM dei singoli comparti e numero dei relativi partecipanti	Garantito: 148 milioni di euro Bilanciato: 960 milioni di euro Dinamico: 64 milioni di euro
Milestones	
• Dal 2014 Eurofer investe fino al 15% del patrimonio dei comparti Bilanciato e Dinamico in strumenti alternativi divisi in: ○ immobiliare; ○ infrastrutture; ○ <i>private equity</i>. • Si è stimato che un impiego in strumenti alternativi avrebbe prodotto un sovra rendimento di circa il 50% rispetto agli obiettivi prefissi.	
Governance del Processo di Investimento	
NEL CASO DI INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR (FIA) • Il CdA su proposta della Funzione Finanza stabilisce il perimetro di investimento e approva l'eventuale coinvolgimento di un <i>advisor</i> dedicato e uno studio legale di supporto; • le proposte di investimento sono sollecitate sempre tramite un bando pubblico; • i punteggi per la scelta del veicolo sono delegati al CdA che opportunamente organizza una commissione interna per la valutazione; • l'istruttoria è delegata alla Funzione Finanza che si può eventualmente avvalere di un eventuale <i>advisor</i> scelto; • l'invito nell'<i>advisory board</i> è benvenuto, ma non essenziale. Normalmente il responsabile della Funzione Finanza è delegato alla partecipazione; • la reportistica è compilata internamente e il <i>look through</i> di portafoglio è inviato all'autorità di vigilanza.	
Peculiarità e aspetti innovativi della propria strategia	
Eurofer segmenta il mercato degli alternativi a seconda del rischio sottostante. Può investire su tutta la struttura del capitale, dal debito <i>senior</i>, subordinato a strumenti di mezzanino oppure sull'<i>equity</i>. In qualsiasi forma investa la classificazione avviene sull'investimento sottostante. Per questo motivo gli investimenti in <i>direct landing</i> sono classificati come <i>private equity</i>, sebbene sottoscrivano note <i>senior</i> emessi dai veicoli oggetto di acquisizione da parte di fondi di <i>private equity</i>.	

4.4 A ciascuno il suo: investimenti alternativi per obiettivi differenti

Claudio Graziano, Presidente Fondo Pensione a Prestazione definita e Vice Presidente Fondo Pensione a Contribuzione definita Gruppo Intesa Sanpaolo

La decisione di investire parte del proprio patrimonio attraverso strumenti cosiddetti alternativi deriva da riflessioni, esigenze e obiettivi differenti per ciascun investitore; valutare e selezionare il prodotto più adatto alle proprie necessità è il primo passo da compiere

Gli investimenti alternativi quali *private equity*, infrastrutturali, *private debt*, *real estate* rappresentano oggi, per molti investitori, una possibile via per cercare rendimenti aggiuntivi a quelli che i tradizionali mercati finanziari offrono. Nonostante ormai l'offerta di tali prodotti sia davvero vasta scegliere lo strumento più adatto alle necessità del singolo investitore rimane il passo più importante per rispettare gli impegni assunti nei confronti dei propri aderenti. È interessante allora approfondire le caratteristiche di investimento in economia reale e in alternativi dei due Fondi Pensione di Intesa Sanpaolo. Ne abbiamo parlato con **Claudio Graziano, Presidente del Fondo Pensione a Prestazione definita e Vice Presidente del Fondo Pensione a Contribuzione definita del Gruppo Intesa Sanpaolo**.

Fondo Pensione a Prestazione Definita Gruppo Intesa Sanpaolo

Quali sono le motivazioni che hanno spinto il fondo a investire in strumenti alternativi e a sostegno dell'economia reale nazionale?

Il **Fondo Pensione a Prestazione definita del Gruppo Intesa Sanpaolo**, in precedenza Fondo Pensione per il Personale del Banco di Napoli, che ha visto con l'inizio del 2019 l'aggregazione della ex Cassa di Previdenza Sanpaolo ha tra i suoi investimenti mobiliari **sette fondi di investimento alternativi (FIA)**. Una parte di questi investimenti (cinque) sono stati effettuati nel 2015 in fondi di investimento alternativi di tipo "*bond like*" con un **profilo di cash flow simile alle obbligazioni** (distribuzioni costanti), un profilo di rischio/rendimento contenuto e durate medio/lunghe. I rimanenti due fondi sono stati acquistati nel 2016: un fondo infrastrutturale e un fondo di *private equity*. La selezione dei fondi è stata condotta in modo pubblico al fine di poter ricevere diverse offerte e scegliere tra più fondi e soggetti, la valutazione e in seguito la scelta è stata condotta principalmente sulla coerenza di tali investimenti con l'intero portafoglio del Fondo Pensione/Cassa di Previdenza, sul profilo rischio/rendimento, sulle prospettive di rendimento del fondo e **valutando anche con attenzione se il fondo avrebbe investito in Italia**. Pertanto l'aspetto di sostegno all'economia reale nazionale è stato analizzato senza costituire una discriminante dell'investimento.

Una volta intrapreso questo percorso, quanto è importante secondo voi l'aspetto di monitoraggio e reportistica dell'investimento effettuato e in generale del mercato nel suo complesso?

È sicuramente un aspetto rilevante. **Il Fondo ha disegnato un suo sistema di reporting, monitoraggio e controllo degli investimenti**. In particolare si è definito, anche d'intesa con i diversi Fondi/SGR, di analizzare i diversi *report* prodotti dal gestore del fondo, (analizzandone preventivamente i contenuti, le logiche e le tempistiche) oltre che al bilancio, al fine di monitorare, valutare e informare gli organi del Fondo in merito alla verifica del rispetto al *business plan*, agli investimenti effettuati, ai ricavi e ai costi, alle problematiche e alle prospettive, di mercato e del fondo. Periodicamente **inoltre il team di gestione della SGR incontra la Commissione del Fondo preposta a questa tematica**. Un ruolo significativo è svolto dai rappresentanti del Fondo in seno ai

Comitati Consuntivi. Pur non essendo richiesto al momento di selezionare le logiche di gestione in ottica di rispetto delle tematiche ESG, viene comunque richiesto, in sede di monitoraggio, un aggiornamento delle *policy* adottate.

Quali sono gli strumenti di investimento scelti e in particolare i settori verso cui avete rivolto la vostra attenzione per investire in economia reale italiana?

Come premessa si evidenzia che la scelta è stata quella **dell'investimento diretto in FIA e tramite delega di gestori**. Come precisato in precedenza per quanto attiene ai FIA non si è investito direttamente in strumenti che avevano come principale scopo finanziare progetti con una ricaduta diretta nell'economia reale italiana, anche se tale aspetto è stato attentamente valutato in sede di selezione dei Fondi. Nell'ambito dei fondi acquistati si trovano investimenti effettuati in Italia, quali ad esempio in impianti per la **produzione di energia alternativa** (fotovoltaici, biomasse e idrico), in progetti per **l'efficientamento e il risparmio energetico e in infrastrutture** (aeroporti e porti).

Caratteristiche dell'investitore: Fondo Pensione a Prestazione Definita Gruppo Intesa Sanpaolo	
Tipologia di appartenenza	Fondo Pensione Preesistente
Anno di costituzione/Istituzione	Nato nel 1/1/1991 come Fondo Banco Napoli. Dal 1/1/2019 Fondo unico a prestazione del Gruppo ISP con nuova denominazione e confluenza della Cassa Previdenza Sanpaolo
Tipologia di destinatari/partecipanti	Fondo a prestazione definita
AUM	601 milioni di euro
Overview generale degli "Investimenti in economi a reale italiana"	
Elenco dei "casi" di "Investimento in economia reale italiana"	Investimento in FIA che hanno nel loro portafoglio anche investimenti nell'economia reale italiana
Peso % degli "Investimenti in economia reale italiana" rispetto all'AUM totale	3% (sui richiami effettuati) (considerando anche gli investimenti non in ambito Italia il peso è del 8,5% sui richiami effettuati)
Motivazioni generali degli "Investimenti in economia reale italiana"	
Investimenti effettuati in FIA di tipo "bond like" per diversificare parte del portafoglio obbligazionario avente rendimenti correnti e attesi minimi. Non sono stati fatti investimenti con specificità territoriale anche se alcuni dei FIA hanno investimenti in Italia nei settori della produzione di energia rinnovabile, dell'efficientamento energetico e infrastrutturali.	
Milestones	
• <u>Deliberazioni "chiave" assunte e da quale Organo del Fondo:</u> è stato definito nell'Asset Allocation Strategica; • <u>modello di gestione attuato:</u> FIA in gestione diretta; • <u>Come l'investimento è stato fatto rientrare nell'asset allocation, strategica e tattica:</u> delibera CDA per investimenti di tipo "bond like".	
Governance del Processo di Investimento	
NEL CASO DI INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR (FIA) • <u>Deliberazioni assunte a valle della modifica statutaria per dare attuazione alla stessa:</u> aggiornato DPI. Delibera CDA per selezione FIA; • <u>Struttura organizzativa dell'investitore e procedure interne: coinvolgimento diretto delle Funzioni interne, in che modo, con che attività?</u> È coinvolta la Funzione Finanza con particolare attenzione è stata rivolta a: - Solidità e governance - Dimensioni Fondo - Track record del team - Qualità della reportistica - Aspetti di rischio - Costi e commissioni • <u>Modalità di selezione del/i FIA:</u> selezione pubblica, richiesta offerta a proporre investimenti • <u>Scelta strategica relativa all'eventuale partecipazione alla governance del FIA:</u> richiesta ai gestori dei FIA di poter partecipare nella governance attraverso la partecipazione nei vari Investor Committee o Advisory Board • <u>Reportistica periodica per controllo dell'investimento e per gli adempimenti informativi verso la vigilanza:</u> richiesta ai gestori dei FIA di inviare periodicamente reportistica relativa all'andamento del FIA e agli investimenti effettuati o in programma.	

INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR Caratteristiche “Investimento nell’economia reale italiana”					
FIA					
Asset class	Fondo	Italia - altro	Commitment	Importo richiamato	Rendimento 30/11/2019
energia	Quercus	Italia	12.000.000	12.000.000	0,70%
energia	Quadrivio	Italia	10.000.000	5.596.627	-13,84%
energia	Finint	Italia	3.666.666	3.666.666	1,44%
real estate	COIMA	Italia	8.000.000	8.000.000	14,02%
private debt	Partners	altro	6.000.000	6.000.000	4,09%
infrastrutture	Deutsche	altro	12.000.000	9.560.449	11,00%
private equity	Partners	altro	8.000.000	6.879.086	11,20%
	Totali FIA		59.666.666	51.702.828	

Fondo Pensione a Contribuzione Definita Gruppo Intesa Sanpaolo

Quali sono le motivazioni che hanno spinto il fondo a investire in strumenti alternativi e a sostegno dell’economia reale nazionale?

Nella definizione dell’*asset allocation* strategica multicomparto, il Fondo con la collaborazione dell’*advisor* ha definito, per alcuni comparti, specifiche percentuali di investimento in strumenti alternativi, coerenti con l’orizzonte temporale e di rischio di ciascun comparto. Per i comparti che prevedono gli alternativi, la percentuale allocata va da un minimo del 10% fino a un massimo del 20%. Nell’ambito di queste allocazioni strategiche previste, la scelta di investire una parte in FIA con *focus* sull’Italia è fatta in un’ottica di diversificazione e ricerca di opportunità di settore o di competenza. In generale, data l’esigenza di fornire prestazioni alla popolazione di un fondo a contribuzione definita, è necessario valutare con attenzione lo sfasamento temporale tra la dinamica dei costi e i ritorni di rendimento degli investimenti (*J Curve*).

Una volta intrapreso questo percorso, quanto è importante secondo voi l’aspetto di monitoraggio e reportistica dell’investimento effettuato e in generale del mercato nel suo complesso?

La particolare tipologia degli investimenti alternativi richiede in fase di selezione un processo di analisi attento sia del soggetto gestore (GEFIA) sia del prodotto gestito (FIA). Il processo di ricerca, necessariamente supportato da *advisor* con specifiche competenze, deve partire dalla definizione delle caratteristiche necessarie agli investimenti per raggiungere gli obiettivi prefissati. L’intero processo di selezione si avvia tramite richiesta di offerte al mercato ed è svolto attraverso valutazione comparativa dei prodotti proposti. Trattandosi di investimenti di lungo periodo e non facilmente liquidabili, **il momento della selezione è l’aspetto decisivo del processo**. In un’ottica di attenzione alla tematica del rischio, viene richiesta una seconda opinione all’*advisor* incaricato per il *risk management*.

Particolare attenzione è rivolta alla reportistica. Il Fondo analizza i diversi *report* prodotti dal gestore del fondo, (analizzandone preventivamente i contenuti, le logiche e le tempistiche) oltre che al bilancio, al fine di monitorare, valutare e informare gli organi del Fondo in merito alla verifica del rispetto al *business plan*, agli investimenti effettuati, ai ricavi e ai costi, alle problematiche e alle prospettive, di mercato e del fondo.

Quali sono gli strumenti di investimento scelti e, in particolare, i settori verso cui avete rivolto la vostra attenzione per investire in economia reale italiana?

Nell'ambito delle scelte effettuate per i recenti investimenti alternativi, un settore nel quale siamo intervenuti in maniera convinta è quello dei fondi specializzati in Residenze Sanitarie per Anziani, un mercato destinato a un sicuro sviluppo stante la dinamica demografica. Gli investimenti effettuati in FIA specializzati in RSA italiane si caratterizzano per sostenibilità reddituale di lungo periodo e impatto positivo nel contesto sociale nazionale, contribuendo in maniera significativa a soddisfare i bisogni dei colleghi, e dei loro familiari, anche in ottica di *welfare* integrato del Gruppo Intesa Sanpaolo. Inoltre, in riferimento alla crescente attenzione ai temi SRI (Investimenti Socialmente Responsabili), tali scelte di investimento contribuiscono alla più ampia strategia del Fondo rivolta all'integrazione dei fattori ESG nell'implementazione dell'offerta previdenziale agli iscritti.

È in corso un nuovo *beauty contest* per la ricerca di investimenti in *private equity* e energie rinnovabili (tramite FIA) per circa 100 milioni di euro, che si sta realizzando in più fasi di cui alcune focalizzate sull'Italia. La selezione si concluderà nella prima parte del 2020.

Caratteristiche dell'investitore: Fondo Pensione a Contribuzione Definita Gruppo Intesa Sanpaolo				
Tipologia di appartenenza	Fondo pensione preesistente			
Anno di costituzione/Istituzione	Nuovo Fondo a c.d. costituito il 01/01/2016 su veicolo preesistente del 1985			
Tipologia di destinatari/partecipanti	Dipendenti Gruppo Intesa Sanpaolo			
AUM	6.808 milioni di euro			
Numero di comparti	7 comparti finanziari e 11 comparti assicurativi			
AUM dei singoli comparti e numero dei relativi partecipanti				
Comparto	Numero Posizioni	Patrimonio al 29 novembre 2019	% posizioni	% patrimonio
Obbligazionario Breve Termine	17.201	1,138,398,742.47	15,7%	16.7%
Obbligazionario Medio Termine	6.891	554,757,007.46	6,3%	8.1%
Bilanciato Prudente	20.226	1,109,816,060.87	18,5%	16.3%
Bilanciato Sviluppo	16.865	1,277,893,410.20	15,4%	18.8%
Azionario	21.771	1,003,566,491.83	19,9%	14.7%
Finanziario Garantito	4.320	348,850,773.69	4,0%	5.1%
Mobiliare ex Cariparo	618	85,871,288.27	0,6%	1.3%
Immobiliare ex Cariparo	895	19,007,290.00	0,8%	0.3%
Assicurativo No Load	7.328	309,346,778.72	6,7%	4.5%
Assicurativo ex Carifac	305	16,759,854.23	0,3%	0.2%
Assicurativo Tradizionale	4.627	409,269,811.00	4,2%	6.0%
Assicurativo Garantito	6.299	309,004,253.00	5,8%	4.5%
Assicurativo Garantito sez. BIS	239	53,314,670.00	0,2%	0.8%
Assicurativo Garantito sez. TER	669	81,143,594.00	0,6%	1.2%
Insurance	594	43,318,970.00	0,5%	0.6%
Unit Linked	119	12,824,430.00	0,1%	0.2%
Itas Vita	400	34,052,669.00	0,4%	0.5%
Garantito ex BMP	3	4,838.00	0,0%	0.0%
Garantito ex Cariparo	26	930,897.00	0,0%	0.0%
Totale	109.396	6,808,131,829.74	100%	100.0%

Overview generale degli “Investimenti in economi a reale italiana”		
Elenco dei “casi” di “Investimento in economia reale italiana”	Denominazione Fondo	Valore Partecipazione
	Fondo Omega	76,509,178.04
	Fondo Omicron Plus	9,038,353.80
	Fondo Q4	38,393,758.21
	Fondo Geras	15,061,661.78
	Fondo Spazio Sanità	15,411,803.25
	Principia Health III	5,157,225.85
	Impegni da formalizzare	15.000.000,00
	Totale Alternativi	240,139,579.78
	Peso % sull’ANDP del Fondo	2,46%
Comparti con “Investimenti in economia reale italiana”	Obbligazionario Medio Termine, Bilanciato Prudente, Bilanciato Sviluppo e Azionario	
Peso % degli “Investimenti in economia reale italiana” rispetto all’AUM totale	2,46%	
Peso % degli “Investimenti in economia reale italiana” rispetto agli AUM dei comparti interessati	Obbligazionario Medio Termine (4,22%), Bilanciato Prudente (0,19%), Bilanciato Sviluppo (5,84%) e Azionario (5,92%)	
Motivazioni generali degli “Investimenti in economia reale italiana”		
L’asset allocation Strategica dei comparti del Fondo prevede per tre comparti finanziari una quota di investimenti alternativi, rispettivamente del 10%, 15% e 20%. Nell’ambito delle diverse asset class alternative, i FIA italiani rappresentano una quota selezionata in ottica di diversificazione e ricerca di opportunità settoriale.		
Milestones		
Gli investimenti alternativi sono realizzati tramite la sottoscrizione diretta di FIA, con l’assistenza degli advisor finanziari e immobiliari.		
Il processo di ricerca e selezione dei FIA è realizzato ciclicamente attraverso fasi ripetute.		
Governance del Processo di Investimento		
NEL CASO DI INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR (FIA)		
• Per i fondi preesistenti è prevista la possibilità della gestione diretta; • i documenti ufficiali del Fondo, in particolare Nota Informativa e Documento sulla politica di investimento, contengono tutte le informazioni sugli investimenti implementati nei diversi comparti del Fondo, consentendo agli stessi iscritti una scelta consapevole di allocazione della propria posizione individuale. • <u>Struttura organizzativa dell’investitore e procedure interne</u>: gli uffici della Direzione Investimenti con il supporto degli advisor propongono delle linee guida per gli investimenti da implementare in base a quanto previsione della AAS deliberata. Quando la commissione tecnica competente e il CdA hanno validato il progetto di investimento vengono avviati i processi di ricerca e selezione comunicati in maniera trasparente al mercato degli asset manager. • <u>Modalità di selezione del/i FIA</u>: il processo di ricerca e selezione dei FIA è realizzato tramite beauty contest. La valutazione dei prodotti disponibili è svolta in maniera analitica con il supporto dell’advisor finanziario ed è soggetta ad una ulteriore analisi (o second		

opinion) da parte del *risk advisor*, con *focus* sui profili di rischio degli investimenti. In termini di mitigazione del rischio, particolare attenzione è rivolta non solo alla dimensione del FIA ma anche alla solidità del GEFIA e al *track record* del team di gestione.

- *Scelta strategica relativa all'eventuale partecipazione alla governance del FIA e modalità di attuazione:* la possibilità di partecipare alla *governance* dei FIA non è una condizione necessaria per la scelta degli investimenti. La partecipazione alla *governance* dei FIA è eventualmente conseguente alla quota di possesso relativa del FIA. In caso di possibilità di partecipazione il Consiglio di amministrazione nomina tra i suoi componenti un proprio rappresentante.
- *Reportistica periodica per controllo dell'investimento e per gli adempimenti informativi verso la vigilanza da parte dell'investitore:* in occasione delle riunioni mensili delle commissioni tecniche, la Funzione Finanza predispone un quadro reportistico dettagliato delle *performance* e degli aggiornamenti pervenuti per ciascun FIA. Ogni mese viene inoltre predisposto uno specifico *report* di approfondimento su uno dei fondi investiti.

4.5 Economia reale e sostenibilità, un binomio che cresce nei portafogli degli investitori

Andrea Turrini Vita, Responsabile Gestione Fondi di Previdenza **Gruppo MPS**

La congiuntura finanziaria degli ultimi tempi ha obbligato, in particolare gli investitori previdenziali, a fare i conti con la scarsa redditività derivante dalle tradizionali asset class, costringendoli a rivolgersi altrove per avere rendimenti attesi in linea con i propri obiettivi

Sostenere lo sviluppo del Paese, investire nel tessuto produttivo nazionale e, se possibile, farlo in modo sostenibile applicando ai propri portafogli (o almeno a parti di questi) i criteri ESG. L'investimento in economia reale infatti, nelle varie declinazioni che può avere e attraverso i vari strumenti a disposizione, difficilmente potrà prescindere da una visione sempre più *sustainable* degli investitori istituzionali. Di questi due aspetti abbiamo parlato con **Andrea Turrini Vita, Responsabile Gestione Fondi di Previdenza Gruppo MPS**.

Attraverso quali strategie e strumenti avete deciso di convogliare parte delle vostre risorse verso le PMI italiane? La sottoscrizione diretta di IPO è una strada preferibile rispetto ad altre opportunità di investimento?

La sottoscrizione di società destinate alla quotazione in borsa rientra nel mandato di gestione e trova spazio nell'*asset class* "azionario Europa". Va ricordato che, per queste aziende, poter reperire capitali in maniera chiara e immediata rivolgendosi direttamente agli investitori è un'esigenza molto sentita che determina la decisione di andare sul mercato come IPO (*Initial Public Offering*) nella forma di collocamento azionario offerto da un intermediario specializzato. Il nostro processo di selezione delle IPO è **molto rigoroso e condotto secondo criteri che si propongono di valutare il settore di appartenenza, i requisiti finanziari e patrimoniali, il grado di innovazione della proposta industriale, la qualità ambientale**, e ultimo ma non meno importante, il grado di coinvolgimento, ovvero il **commitment dei soci proprietari nell'azienda**; solo in ultima istanza si passa alle valutazioni interne di consistenza dell'ordine e *allocation* per linea di gestione.

Non di meno, l'analisi verte anche sull'impatto socio-industriale che un eventuale collocamento in borsa attraverso raccolta di capitali può apportare, come ad esempio attraverso la tangibile evidenza di implementazione del regime occupazionale.

Dal punto di vista della gestione dell'investimento, l'obiettivo dei Fondi di Previdenza di BMPS è quello di accompagnare l'azienda alla quotazione e assumere una strategia da perseguire, ma anche in un'ottica tattica che, nel caso, ci disimpegna successivamente allorquando il risultato economico viene conseguito, nell'interesse degli iscritti.

Quanto pesa l'investimento in favore dell'economia reale italiana sul totale del vostro patrimonio? Ritenete plausibile, anche alla luce della perdurante condizione di bassi tassi di interesse, aumentare la vostra quota di investimenti alternativi?

I Fondi Pensione della Banca MPS intervengono **a favore dell'economia reale in due modi**: una componente di investimenti alternativi nella sua accezione classica ovvero, *private equity*, *private debt*, infrastrutture e *real estate* è prevista dall'*asset allocation* strategica (AAS) fino a un massimo del 6% del patrimonio del Fondo Pensione complementare. La selezione è sottoposta ad analisi e parere preventivo dell'*advisor* finanziario e, l'eventuale delibera, dai relativi Consigli di Amministrazione.

Al gestore MPS è attribuita la facoltà, come indicato precedentemente, di sottoscrivere nuove realtà aziendali (*equity*) che, per diverse ragioni, hanno necessità di essere accompagnate alle quotazioni

sui mercati ufficiali. La loro analisi comporta un processo importante sia in termini di impiego di risorse che di tempo e pertanto, il loro peso resta contenuto.

Venendo alla valutazione di un prolungato regime ormai mondiale di tassi di interesse bassi se non negativi, è indubbio che, con particolare attinenza al mondo previdenziale, si creino dei potenziali problemi di sostenibilità nel lungo termine, unitamente al risvolto della aumentata *longevity* media. Inoltre, va ricordato che la gestione degli iscritti e dei flussi di uscita dal mondo lavorativo, specie nelle realtà italiane, obbligano **le risorse patrimoniali a mantenersi liquide e liquidabili evidenziando l'importanza di un'attenta e costante gestione di tesoreria**. A tale proposito, riteniamo di avere un buon equilibrio su tale fronte ed è nostra intenzione mantenerlo senza aumentare forme di investimento che restano comunque illiquide nei momenti di *stress* di mercato.

L'investimento in economia reale nazionale ha per voi qualche collegamento con gli investimenti sostenibili attraverso strategie SRI e l'applicazione dei criteri ESG nei vostri portafogli?

L'integrazione dei criteri di responsabilità sociale è ormai parte integrante della Gestione finanziaria dei Fondi Pensione della Banca MPS; nel giugno 2009 si sono estesi i criteri ESG (*Environmental, Social and Governance*) su tutta la gestione finanziaria intendendosi l'intera massa degli attivi finanziari in gestione. Dall'eredità di una linea *ad hoc* denominata "*etica*", l'introduzione a livello diffuso del principio di responsabilità sociale è stata, di per sé, un evento di portata storica, trattandosi del primo esperimento in Italia per fondi di questa tipologia. La vera innovazione è stata quella di trasformare **un approccio di performance finanziaria assoluta con quello dell'ottimizzazione dell'equilibrio tra performance e rispetto dei parametri ESG e di eticità**. L'analisi comparativa puntuale di tale equilibrio e il suo monitoraggio ha sempre impattato positivamente i suoi rendimenti. In questo percorso e con l'ingaggio nel tempo di diverse *società di rating etico* che forniscono in modo indipendente i criteri di misurazione del grado di responsabilità sociale del portafoglio, si è sviluppato un *know how* specifico interno, integrato nel processo di investimento, per il monitoraggio *ex ante* ed *ex post* del portafoglio.

I risultati di conformità ai più alti *standard* SRI e ESG collocano da anni sia la Cassa di Previdenza aziendale che il Fondo Pensione Complementare ben al di sopra del principale valore di riferimento, individuato nella media ponderata per capitalizzazione dell'universo investibile di oltre 3000 società, e pari a 38/100 per indice Stoxx 1800. A tale proposito, diversi prestigiosi riconoscimenti, hanno premiato l'impegno della nostra realtà su tale fronte.

Nel 2012, adeguandoci a un processo in continua evoluzione, si sono consolidati nella gestione ulteriori aspetti di responsabilità sociale. Di fatto, se il primo passaggio del 2011 ha escluso dall'investimento dei Fondi tutte le società indicate coinvolte nella produzione di armi controverse e in particolare mine antiuomo e bombe a grappolo messe al bando dalla Convenzione di Ottawa del 1997 e dalla Convenzione ONU 2010, nel 2012 si è definita anche una procedura di monitoraggio atta a individuare gravi controversie tali da esporre il Fondo a rischi di natura reputazionale.

Infine, nel maggio del 2013, si sono svolti altri passi verso una *policy* SRI maggiormente strutturata, con la partecipazione ancora più attiva degli organi di indirizzo nei confronti delle società presenti nei portafogli previdenziali e ciò, anche attraverso richieste specifiche alle società in monitoraggio.

Inoltre stiamo implementando un *master plan* di ricerca più ampio che vede l'integrazione della dimensione ESG nei processi di investimento, in una logica *multi asset*. In particolare sul fronte *equity* ci siamo occupati della verifica delle *performance* delle aziende con elevato/ basso ESG score. Nella prima analisi in collaborazione con l'Università di Siena, abbiamo analizzato l'*Eurostoxx* 600

e confrontato i componenti costruendo portafogli di aziende sulle variabili ESG, E, S, G e WOB% (% di donne nel consiglio di amministrazione); abbiamo inserito lo stile di gestione nel *back test* dei portafogli, sovrappesando i componenti secondo i migliori EPS e *Momentum* (rendimento ad un anno).

I risultati hanno messo in luce costantemente la migliore *performance* dei portafogli composti da aziende con elevati *score* ESG a parità di volatilità.

Per il *fixed income*, l'analisi condotta aveva l'obiettivo di verificare le *performance* dei *green bond* rispetto ai *bond* tradizionali. Si è partiti dai *green bond* governativi emessi da Paesi europei, con il risultato in termini di *performance* di perfetto allineamento alla curva dei rendimenti del paese che li ha emessi. A ulteriori confronti, per fascia di *duration*, parità di *rating* e medesima valuta di emissione, i risultati mostrano che nel caso dei titoli emessi in euro, nel 72% dei *cluster* i *green bond* hanno sovraperformato rispetto i *bond* tradizionali.

In tale contesto, va da sé che gli investimenti in economia reale rientrano più che mai nella filosofia fin qui descritta tale che la maggior parte delle nostre valutazioni verte su aspetti “*green*” e di “*health care*” ma più in generale “culturale” e sulle potenzialità di quest'ultima, specie in un Paese come l'Italia la cui storia, tradizione e cultura è ben nota a tutti.

Caratteristiche dell'investitore: Fondo Pensione BMPS	
Tipologia di appartenenza	Fondo Pensione Complementare di BMPS fondo preesistente
Tipologia di destinatari/partecipanti	Dipendenti della Banca MPS divenuti tali dall'1.1.1991
AUM	1.345,2 milioni di euro
Numero di comparti	4
AUM dei singoli comparti e numero dei relativi partecipanti	<u>Linea prudente</u> : 298,2 milioni di euro – 4.700 teste <u>Linea attiva</u> : 517,0 milioni di euro – 7.700 teste <u>Linea bilanciata</u> : 243,1 milioni di euro – 3.833 teste <u>Linea dinamica</u> : 263,5 milioni di euro – 4.751 teste <u>Investimenti diretti</u> : 23,1 milioni di euro <u>Totale iscritti</u> : 20.984
Overview generale degli “Investimenti in economi a reale italiana”	
Elenco dei “casi” di “Investimento in economia reale italiana”	<u>Per la gestione da mandato</u> : GRIFAL (Imballaggi innovativi) PIERREL (Servizi farmaceutici) OFFICINA STELLARE (Sistemi di osservazione spaziale) ENERGICA MOTOR (Motoveicoli elettrici) HEALTH ITALIA (Telemedicina) MARZOCCHI POMPE (pompe dinamiche ad alte prestazioni per uso <i>automotive</i> e industriale) MASI (Azienda Vitivinicola) <u>Per la gestione diretta</u> : Fondo Tages Helios 4 AIM SICAF
Comparti con “Investimenti in economia reale italiana”	Linea attiva Linea bilanciata Linea dinamica
Peso % degli “Investimenti in economia reale italiana” rispetto all'AUM totale	2,1%
Motivazioni generali degli “Investimenti in economia reale italiana”	
I nuovi assetti economici e finanziari globali che si sono ormai radicati dalla crisi finanziaria del 2008 hanno visto implementare una ricerca di rendimento assoluto in tutte le sue forme. Da qui, uno spostamento di <i>asset</i> verso investimenti meno tradizionali, meno liquidi, che a oggi vede una ampia diversificazione comprendendo forme ad alto impatto sull'economia reale. In tale contesto e al passo con i tempi, oltre a investimenti alternativi (FIA) classici in capo ai CDA dei Fondi pensione, è dato mandato al gestore BMPS, entro le direttive indicate dal DPI e nel rispetto delle normative di riferimento, di effettuare investimenti in titoli di aziende che decidono di quotarsi su mercati ufficiali (AIM). Le motivazioni risiedono nelle opportunità che tali investimenti possono presentare sia in una prospettiva di lungo termine ma anche, in taluni casi, in chiave tattica. Le analisi di merito richiedono una struttura in grado di valutare tali potenzialità, e BMPS dedica alla gestione dei Fondi pensioni interni, un team separato e segregato da altre forme gestionali della Banca di 8 persone, di lunga esperienza e specializzazione.	

Milestones

- Deliberazioni “chiave” assunte e da quale Organo del Fondo:
qualsiasi investimento in FIA deve essere approvato e deliberato dal Consiglio di Amministrazione del Fondo. L’attuale AAS del Fondo pensione Complementare di BMPS prevede investimenti in FIA fino e non oltre il 6% del proprio patrimonio. Gli investimenti in società che si quotano (IPO) rientra invece nel mandato del gestore BMPS.
- Modello di gestione attuato:
gli investimenti in FIA sono effettuati in gestione diretta da parte dell’Organo di Amministrazione del Fondo; il mondo tradizionale UCITS e i singoli titoli oggetti di IPO e relativi comunque al mondo dell’economia reale (italiana), rientrano nel mandato al gestore BMPS.
- Come l’investimento è stato fatto rientrare nell’asset allocation, strategica e tattica:
ogni tre anni, in collaborazione con l’advisor finanziario, viene rivista l’AAS. La componente tattica può invece essere implementata in ogni momento, a seconda delle esigenze che si possono presentare, garantendo agli iscritti, pur sempre in un contesto di sana e prudente gestione, le migliori opportunità di mercato. Su tutto impatta l’attenta analisi attuariale prospettica per il costante equilibrio finanziario delle linee, che viene svolta non solo per le “defined benefit” ma anche per quelle a contribuzione definita, attraverso analisi di *stress test* sia interne che indicate dalle autorità di vigilanza (COVIP/EIOPA). Oltre a ciò, la storica attenzione alla componente ESG, e nel caso specifico, al mondo *green* e *health care*.

Governance del Processo di Investimento

NEL CASO DI INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR (FIA)

- Anno della modifica statutaria per la gestione diretta: 2009.
- Deliberazioni assunte a valle della modifica statutaria per dare attuazione alla stessa: a inizio 2019 il Consiglio di Amministrazione del Fondo pensione complementare dei dipendenti della BMPS divenuti tali a partire dal 1/1/1991 ha approvato la nuova AAS di tutte le linee di investimento: essa prevede un investimento in FIA fino al 6% del patrimonio con particolare attenzione al mondo *green*. Il tutto è sancito nel DPI che prevedeva gli investimenti in FIA fino a un massimo del 3% già dal 2016. Ogni dettaglio è naturalmente evidenziato a bilancio.
- Struttura organizzativa dell’investitore e procedure interne: coinvolgimento diretto delle Funzioni interne, in che modo, con che attività?

La procedura di selezione dei FIA è definita nella delibera consiliare del 26/5/2016 (inserimento dei criteri per la valutazione dei FIA) e coinvolge a supporto della Funzione Finanza interna, l’advisor finanziario esterno al Fondo. Si parte dalla considerazione di rischio/rendimento in conformità alla AAS delle singole linee e del grado di liquidabilità dell’investimento. Se ne condividono le caratteristiche preliminari, sempre in coerenza con il DPI, e si procede alla valutazione di inserimento, dopo *screening* e *due diligence*, avendone elaborato ed escluso eventuali conflitti interesse. Spesso, l’investimento deve avere caratteristiche ESG e valutabili anche in termini di impatto socio-economico.

Per ciò che riguarda le scelte rientranti nel mandato del gestore BMPS, ovvero di aziende oggetto di IPO, il processo è assimilabile a quello di tutti i titoli azionari investibili ovvero: valutazione quantitativa *ex ante* e *due diligence* al fine di individuare la sua presenza o meno comunque nei *benchmark* di riferimento e l’eventuale sottopeso (*grey list*) o esclusione (*black list*) dall’universo investibile.

Un'analisi *target* del singolo titolo attraverso *file* proprietari con informazioni quali, società/stato di emissione, informazioni anagrafiche, settore di appartenenza, indicatori sintetici di redditività e finanziari, informazioni dimensionali (capitalizzazione di borsa, volume e negoziazione).

Oltre al confronto delle principali metriche con titoli paragonabili (azioni appartenenti allo stesso settore), vengono considerate tutte le metriche di rischio, analisi di liquidità e liquidabilità in base al suo flottante. Tale aspetto è spesso carente nel mondo AIM e per ciò che riguarda le IPO, tuttavia, laddove il prezzo è congruo, spesso l'interesse viene dimostrato da un certo dinamismo, specie nelle prime fasi della quotazione. Sempre in tale contesto, l'analisi riguarda anche i sempre più presenti *warrant*, in quanto frequentemente, il loro andamento assume una caratterizzazione propria. Nella valutazione quantitativa *ex post*, si procedono con il loro monitoraggio giornaliero in termini di *performance* e di metriche di rischio (volatilità, *alfa* e *beta* del titolo). A livello tattico non si escludono valutazioni anche di natura tecnica a supporto di *trend* di fondo e/o di *timing* per l'implementazione dell'operazione.

- Modalità di selezione del/i FIA:
In linea alle *best practice* di mercato.
- Scelta strategica relativa all'eventuale partecipazione alla governance del FIA e modalità di attuazione:
Il Direttore generale su delega del CDA può in alcuni casi partecipare anche come consigliere indipendente nei FIA oggetto di investimento al fine di garantire un elemento di controllo e di valutazione aggiornata al CDA stesso.
- Reportistica periodica per controllo dell'investimento e per gli adempimenti informativi verso la vigilanza da parte dell'investitore:
Periodicamente viene fornita tutta la reportistica del caso come previsto da mandato e normativa. Su richiesta eventuali approfondimenti a tema.

INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR

Caratteristiche "Investimento nell'economia reale italiana" - Caso 1

- Comparto di riferimento: *private equity*
- Asset Class/strategia: *private equity*, energie alternative
- FIA/GEFIA: FIA
- Durata FIA: 18 ANNI
- Data di sottoscrizione: 2014
- AUM sottoscritto/AUM richiamato: 5 milioni di euro
- Partecipazione alla governance: NO
- Rendimento target: 6-8% ANNO
- Ultimo rendimento disponibile: 6%
- Look through: sì, su richiesta
- Periodicità valorizzazione: Nav 6 mesi
- Regime dei costi: come da prospetto

INVESTIMENTO ATTRAVERSO UN MANDATO DI GESTIONE	
Caratteristiche Mandato di gestione per “Investimenti nell’economia reale italiana” - Caso 1	
	• <u>Comparto di riferimento</u>: equity • <u>Asset Class/strategia</u>: equity Italia • <u>Gestore delegato</u>: BMPS • <u>Durata mandato di gestione</u>: 2023 • <u>AUM conferito in gestione (di cui investito in FIA)</u>: 1.345 milioni di euro • <u>Rendimento target</u>: 3,29% • <u>Look through</u>: sì periodico • <u>Regime dei costi</u>: daily
Peculiarità e aspetti innovativi della propria strategia	
	La gestione dei FP della BMPS ha svolto negli ultimi anni elaborazioni interne attraverso la creazione di analisi quantitative di proprietà, in grado di attribuire, <i>ex ante</i> a ogni investimento un <i>rank</i> ambientale sociale e di <i>governance</i> (ESG) degli emittenti dei titoli, sulla base della dimensione ESG. A tal fine, in collaborazione con l’Università Degli Studi di Siena, la gestione ha implementato un sistema di valutazione ESG dei singoli emittenti. Sono state individuate le seguenti variabili ESG: <i>ESG Sustainalytics Rating</i>, <i>E Sustainalytics Enviromental Rating</i>, <i>Sustainalytics Social Rating</i>, <i>G Sustainalytics Governance Rating</i>. Ciò ci consente di mantenere l’approccio che ci caratterizza da tempo ovvero quello di equilibrio tra la mera <i>performance</i> finanziaria e il rispetto dei parametri ESG e di eticità.
Commenti Generali	
	Il Consiglio di Amministrazione della Banca, nella riunione del 26 maggio 2019 ha deliberato che sussiste l’interesse e l’opportunità per la Banca di avere il ruolo di gestore dei Fondi Pensione Interni in quanto, con le separatezze del caso, i costi sostenuti dalla Banca a vantaggio dei propri iscritti risultano assai inferiori a ogni stima di gestione esterna. Si è definito che l’attività di gestione svolge un ruolo fondamentale di <i>welfare</i> aziendale e si è ritenuto opportuno continuare a impiegare, a beneficio e a garanzia degli iscritti, l’elevato <i>standing</i> di professionalità acquisito nel tempo nell’attività in parola, tenuto anche conto dell’attenzione che BMPS attribuisce da sempre al <i>welfare</i> aziendale, riducendone altresì i costi di amministrazione complessivi in linea ai relativi Statuti.

4.6 Fondi pensione preesistenti: investitori maturi per sostenere l'economia reale italiana

Oliva Masini, Direttore Generale **Previndai**

Anche per investitori di lungo corso come i Fondi Pensione Preesistenti non è sempre facile approcciare investimenti alternativi e quindi più complessi come quelli nell'economia reale italiana. Ma i casi di successo sono sempre più numerosi, a partire dal Fondo Pensione Previndai

Da un lato il sostegno all'economia del Paese, dall'altro l'esigenza di conciliare una maggiore redditività attesa con i vincoli di rischio che inevitabilmente ha un fondo pensione che, prima di ogni altra cosa, deve assicurare il pagamento delle prestazioni ai propri iscritti e la loro adeguatezza. Allo stesso tempo le soluzioni di investimento sono ormai ampie e cresce la necessità di individuare quella più adeguata ai propri obiettivi e alla consistenza delle proprie *governance*. Ne abbiamo parlato con **Oliva Masini, Direttore Generale del Fondo Pensione Previndai**, che ci ha raccontato la loro esperienza di investimento nell'economia reale italiana.

Quali sono stati i passaggi decisionali e le analisi effettuate internamente e sulla popolazione di riferimento per investire in strumenti alternativi e in economia reale nazionale?

A partire dal 2015, il Consiglio di Amministrazione di Previndai, nell'ambito di un contesto caratterizzato da un livello estremamente basso dei tassi di interesse e da un quadro normativo di riferimento in evoluzione, ha avvertito l'esigenza di avviare una riflessione sulla generale politica di investimento del Fondo, con l'obiettivo di offrire ai propri aderenti soluzioni di investimento ottimali, allineate alle *best practice* internazionali e adeguate rispetto alla propensione al rischio e alle esigenze previdenziali degli iscritti.

Nell'ambito di queste prime riflessioni sono state svolte alcune importanti analisi tra cui **un'indagine sull'atteggiamento e la consapevolezza degli iscritti nei confronti del rischio** con il coinvolgimento di esperti di finanza comportamentale e invio agli iscritti di un questionario. È emerso che, se da una parte, anche tra gli iscritti con una sufficiente conoscenza finanziaria c'è una preferenza per investimenti con basso livello di rischio, dall'altra una percentuale non trascurabile di iscritti è disponibile a sopportare una più elevata rischiosità con la prospettiva di ottenere maggiori rendimenti. All'indagine si è affiancato un approfondito **studio sulle combinazioni ottimali rendimento/rischio dei portafogli** e la verifica, con il *pool* delle compagnie di assicurazione che gestiscono i comparti assicurativi, delle **prospettive di rendimento** dei relativi comparti in relazione al contesto di bassi tassi di interesse.

A seguito di tali analisi, il Consiglio di Amministrazione del Fondo ha deliberato l'avvio del processo di revisione della politica di investimento dei comparti finanziari, nell'ambito dei quali ha deciso di introdurre una quota di investimenti alternativi per beneficiare, in un contesto di investimento di lungo periodo quale quello previdenziale, dell'incremento di redditività connesso al relativo premio di illiquidità, possibilmente a parità di rischio, con conseguenti benefici di diversificazione.

Nei successivi approfondimenti sugli *asset* alternativi, oltre a individuare in 15 anni il relativo periodo di investimento medio, valutato coerente con lo studio degli andamenti di entrate/uscite dei comparti finanziari anche in situazioni di *stress*, sono state individuate le tre classi di *private equity*, infrastruttura azionario e *direct lending* e si è deciso di introdurre vincoli di investimento sull'Italia.

Si è voluto infatti tener conto della **possibilità di indirizzare risorse a favore di investimenti domestici**, con potenzialità di ritorni indiretti positivi per le aziende e i dirigenti italiani - platea di riferimento del Fondo. Le analisi hanno evidenziato un aumento del rendimento netto atteso del

portafoglio complessivo, seppur proporzionale al relativo peso sull'intero portafoglio, e un miglioramento del rapporto rendimento/rischio per effetto dei benefici fiscali riconosciuti dalla normativa del 2017.

Il fondo ha scelto di investire direttamente o indirettamente e quali sono le motivazioni alla base della relativa scelta?

La nostra scelta è stata di **operare attraverso l'investimento diretto**, cioè tramite sottoscrizione di quote di fondi comuni d'investimento mobiliare chiusi e non tramite l'affidamento di mandati di gestione. Si è ritenuto infatti che la soluzione di investimento diretto fosse quella più aderente alle tipicità di questi investimenti risultando, dalle verifiche svolte e considerando l'assetto del Fondo, l'affidamento di un mandato di gestione un servizio meno efficiente e più costoso. Ricordo che Previndai ha una **robusta struttura organizzativa autonoma**, caratterizzata dalla presenza della funzione finanza sin dall'avvio delle analisi che hanno portato ai comparti finanziari, affiancata da un *advisor* di elevato *standing* professionale, di caratura internazionale. Comunque, il Consiglio ha rivisto l'organizzazione interna del Fondo in coerenza con il percorso già intrapreso di rafforzamento e separazione dei presidi di controllo e di gestione dei rischi, con ciò anticipando le previsioni normative IORP II che sarebbero state recepite nel D.Lgs. 252/2005 un anno dopo.

La decisione di operare tramite investimento diretto ha comportato la modifica statutaria, sottoposta all'approvazione all'Assemblea del Fondo (seppur non strettamente necessaria) in considerazione della importante modifica alle modalità di investimento.

Gli investimenti alternativi richiedono molta più attenzione rispetto ad un tradizionale investimento in azioni o obbligazioni; come hanno impattato questi investimenti sul profilo rischio/rendimento complessivo e quanto ne ha beneficiato la redditività del patrimonio?

La struttura di Previndai è stata impegnata in un importante sforzo di analisi sia nella selezione di gestori tradizionali *multi-asset* – prima fase della revisione della politica di investimento di cui ho parlato – sia in quella successiva relativa ai gestori alternativi. In entrambi i casi è stata adottata una selezione a evidenza pubblica. Oltre all'analisi dei questionari, sono stati incontrati i gestori presso le loro sedi operative, svolgendo nel complesso la *due diligence* di investimento e quella operativa. Per gli alternativi si è poi aggiunta la *due diligence* legale.

Sia per le classi di investimento tradizionali sia per quelle alternative Previndai ritiene infatti che sia fondamentale svolgere analisi adeguate, che permettano ragionevolmente di avere accesso ai gestori migliori, capaci di ottenere *performance* superiori rispetto alla media del mercato. Siamo consapevoli che, a parità di sforzo di analisi, le aspettative di beneficio sono maggiori in ambito di investimenti alternativi.

Da questi ci aspettiamo **mediamente una remunerazione del 5%** superiore agli investimenti tradizionali. In termini di redditività del patrimonio dei comparti, con il raggiungimento a regime del 10% di *asset* alternativi in portafoglio, ci aspettiamo quindi che il rendimento atteso ne benefici per circa lo 0,5% su base annua. Tale incremento è legato in parte al **premio di illiquidità/complessità** e in parte alla capacità di **individuazione di gestori capaci di ottenere risultati superiori** rispetto alla media dei propri concorrenti, aspetto che appunto si ricollega alle considerazioni appena svolte.

Caratteristiche dell'investitore: Previndai																								
Tipologia di appartenenza	Fondo pensione preesistente																							
Anno di costituzione/Istituzione	1990																							
Tipologia di destinatari/partecipanti	Dirigenti il cui rapporto di lavoro sia regolato dal CCNL per i dirigenti di aziende produttrici di beni e servizi sottoscritto da Confindustria e Federmanager o da un diverso contratto, sottoscritto da almeno una di tali parti e con il preventivo assenso dell'altra parte risultante da specifico accordo.																							
AUM	11.272.617.483 euro																							
Numero di comparti	4																							
AUM dei singoli comparti e numero dei relativi partecipanti	Assicurativo 1990: 5.941.521.186 euro Assicurativo 2014: 3.372.320.386 euro Bilanciato: 1.233.563.716 euro Sviluppo: 725.212.193 euro <table><thead><tr><th></th><th>Assicurativi</th><th>Bilanciato</th><th>Sviluppo</th><th>Previndai</th></tr></thead><tbody><tr><td>Dirigenti</td><td>70.455</td><td>19.620</td><td>13.269</td><td>79.916</td></tr><tr><td>FFC*</td><td></td><td>292</td><td>249</td><td>356</td></tr><tr><td>Totale</td><td>70.455</td><td>19.912</td><td>13.518</td><td>80.272</td></tr></tbody></table> *FFC: Familiari fiscalmente a carico					Assicurativi	Bilanciato	Sviluppo	Previndai	Dirigenti	70.455	19.620	13.269	79.916	FFC*		292	249	356	Totale	70.455	19.912	13.518	80.272
	Assicurativi	Bilanciato	Sviluppo	Previndai																				
Dirigenti	70.455	19.620	13.269	79.916																				
FFC*		292	249	356																				
Totale	70.455	19.912	13.518	80.272																				
Overview generale degli “Investimenti in economi a reale italiana”																								
Elenco dei “casi” di “Investimento in economia reale italiana”	Progressio SGR Progressio Investimenti III Star Capital SGR Star IV Private Equity Fund Neuberger Berman NB Renaissance Partner III																							
Comparti con “Investimenti in economia reale italiana”	Comparto Bilanciato Comparto Sviluppo																							
Peso % degli “Investimenti in economia reale italiana” rispetto all’AUM totale	Progressio SGR: 0,20% Star Capital SGR: 0,10% Neuberger Berman: 0,10%																							
Peso % degli “Investimenti in economia reale italiana” rispetto agli AUM dei comparti interessati	Comparto Bilanciato Progressio SGR: 1,17% Star Capital SGR: 0,58% Neuberger Berman: 0,58% Comparto Sviluppo Progressio SGR: 1,06% Star Capital SGR: 0,52% Neuberger Berman: 0,52%																							
Motivazioni generali degli “Investimenti in economia reale italiana”																								
Previndai ha deciso di dedicare parte delle risorse dei comparti finanziari all’economia domestica nell’ambito della più ampia strategia di investimento in alternativi; tale strategia è finalizzata a ottenere maggiori rendimenti per gli iscritti e nel contempo dare supporto all’economia italiana con potenzialità, quindi, di ritorni indiretti positivi per le aziende e i dirigenti italiani, platea di riferimento del Fondo. Si è anche tenuto conto dei ritorni collegati ai benefici fiscali introdotti dalla Legge di Bilancio 2017.																								

Milestones

Nel corso del 2018 il Consiglio di Amministrazione di Previindai ha adottato le seguenti delibere in tema di investimenti in economia reale italiana:

- definizione dell'AAS per la componente alternativa, con un peso specifico per la parte domestica;
- fissato a 15 anni l'orizzonte temporale medio di investimento del portafoglio degli *asset* alternativi compatibile con le esigenze attese di liquidità del Fondo e, rispetto a orizzonti inferiori, efficace nel garantire maggiore flessibilità in fase di implementazione;
- investimento diretto in FIA (modifica statutaria passata in Assemblea anche se non necessario).

La componente di *asset* alternativi dei portafogli finanziari di Previindai ha un peso complessivo in AAS del 10%. L'inserimento di questi investimenti in AAS è legato principalmente all'obiettivo di accrescere la redditività attesa dei portafogli ma anche a quello di contribuire a una maggiore diversificazione. Con specifico riferimento all'investimento in Italia, il peso strategico è pari al 2,1% ed è rappresentato dal *private equity* italiano. Il peso dell'investimento alternativo in Italia potrà raggiungere il 5% complessivo in presenza delle adeguate opportunità di investimento. Poiché l'investimento domestico è realizzato mediante *asset* illiquidi non sono previste scelte tattiche al riguardo.

Governance del Processo di Investimento

NEL CASO DI INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR (FIA)

- Anno della modifica statutaria per la gestione diretta:
Il Consiglio di Amministrazione di Previindai (riunione febbraio 2018) ha deliberato di operare attraverso l'investimento diretto, cioè tramite sottoscrizione di quote di fondi comuni d'investimento mobiliare chiusi, e non tramite l'affidamento di mandati di gestione. Tale decisione ha reso necessaria la modifica statutaria, in coerenza con la Circolare Covip del 24 gennaio 2018 per gli investimenti diretti. Il Consiglio, in considerazione della rilevanza della decisione, ha ritenuto opportuno sottoporre l'approvazione all'Assemblea del Fondo, seppur non strettamente necessaria. L'Assemblea si è pronunciata in modo favorevole alla modifica ad aprile 2018.
- Deliberazioni assunte a valle della modifica statutaria per dare attuazione alla stessa:
Approvata la modifica statutaria per operare attraverso l'investimento diretto, Previindai ha poi deciso di affidare a BlackRock - attraverso l'unità organizzativa di *Client Portfolio Solutions* - già *advisor* finanziario di Previindai da agosto 2016, anche l'incarico di consulenza per la selezione e successivo monitoraggio degli investimenti alternativi. Il Consiglio di Amministrazione del Fondo ha poi stabilito l'avvio del processo di individuazione dei fondi d'investimento alternativi attraverso una selezione a evidenza pubblica.
- Struttura organizzativa dell'investitore e procedure interne: coinvolgimento diretto delle funzioni interne, in che modo, con che attività?
Previindai è intervenuto sulla propria struttura organizzativa attraverso il potenziamento della Funzione Finanza e attraverso l'istituzione di una funzione di gestione dei rischi anticipando le previsioni della normativa IORP II.
La Funzione Finanza di Previindai ha coordinato e partecipato attivamente a tutte le fasi del processo di selezione dei FIA candidati con il supporto dell'*advisor* e comunque sotto la supervisione del Direttore Generale e del CdA del Fondo.

- Modalità di selezione del/i FIA:

L'individuazione dei FIA è avvenuta attraverso una selezione a evidenza pubblica, con modalità analoghe a quelle previste dalla normativa di riferimento per la selezione dei gestori dei mandati.

Il Consiglio, inoltre, ha deciso di informare Covip della selezione avviata per mantenere aggiornata la Commissione sul processo, stante la rilevanza che questo assume nel contesto del settore.

Sia la selezione a evidenza pubblica che l'informativa alla Covip sono adempimenti richiesti per la selezione dei gestori delle risorse e non riguardano anche gli investimenti diretti. Previdai ha ritenuto comunque opportuno adottarli nell'ottica della massima trasparenza e in considerazione della novità e della visibilità che l'operazione avrebbe rappresentato nell'ambito della previdenza complementare nazionale.

- Scelta strategica relativa all'eventuale partecipazione alla governance del FIA e modalità di attuazione:

Previdai ritiene che la partecipazione attiva alla *governance* e il monitoraggio dei FIA siano attività molto rilevanti. Il Fondo pertanto richiede ai FIA deliberati per l'investimento una posizione nei rispettivi *Advisory Committee*.

In tali organi Previdai è rappresentato da esponenti del proprio CdA, supportati dalla struttura del Fondo e dall'*Advisor*.

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

Sin dalla pubblicazione dell'avviso di ricerca, Previdai ha sottolineato l'importanza di ricevere da parte dei FIA una reportistica periodica, ivi incluso il *look through* del FIA, per il monitoraggio degli investimenti e per assolvere agli adempimenti nei confronti delle autorità di vigilanza.

Tale aspetto è stato inserito tra le condizioni di partecipazione alla selezione.

Esempi concreti di reportistica sono stati inoltre forniti dai FIA candidati durante la fase di selezione. Da ultimo, in fase contrattuale con i FIA selezionati per l'investimento, qualora necessario gli adempimenti informativi sono stati formalizzati tramite apposite *side letter*.

INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR

Caratteristiche "Investimento nell'economia reale italiana" - Caso 1

- Comparto di riferimento: Comparto Bilanciato e Comparto Sviluppo
- Asset Class/strategia: Private Equity Italia
- FIA/GEFIA: Progressio Investimenti III / Progressio SGR S.p.A.
- Durata FIA: 10 anni.
- AUM sottoscritto/AUM richiamato:
Comparto Bilanciato: AUM sottoscritto 14,4 milioni di euro
Comparto Sviluppo: AUM sottoscritto 7,2 milioni di euro
- Look through: SI
- Periodicità valorizzazione: semestrale
- Regime dei costi: tipico schema remunerativo dei Fondi di *private equity* caratterizzato da *management fee* e *carried interest*.
- Indicare se si sono ottenute agevolazioni fiscali o se vi è la possibilità di beneficiarne:
possibilità di beneficiarne.

INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR

Caratteristiche “Investimento nell’economia reale italiana” - Caso 2

- Comparto di riferimento: Comparto Bilanciato e Comparto Sviluppo
- Asset Class/strategia: private equity Italia
- FIA/GEFIA: Star IV Private Equity Fund / Star Capital SGR S.p.A.
- Durata FIA: 10 anni
- Data di sottoscrizione: ottobre 2019
- AUM sottoscritto/AUM richiamato:
Comparto Bilanciato: AUM sottoscritto 7,2 milioni di euro
Comparto Sviluppo: AUM sottoscritto 3,8 milioni di euro
- Look through: SI
- Periodicità valorizzazione: semestrale
- Regime dei costi: tipico schema remunerativo dei fondi di private equity caratterizzato da management fee e carried interest.
- Indicare se si sono ottenute agevolazioni fiscali o se vi è la possibilità di beneficiarne: possibilità di beneficiarne.

INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR

Caratteristiche “Investimento nell’economia reale italiana” - Caso 3

- Comparto di riferimento: Comparto Bilanciato e Comparto Sviluppo
- Asset Class/strategia: private equity Italia
- FIA/GEFIA: Neuberger Berman Renaissance Partners III / Neuberger Berman Europe Limited
- Durata FIA: 10 anni dal Final Closing
- Data di sottoscrizione: novembre 2019
- AUM sottoscritto/AUM richiamato:
Comparto Bilanciato: AUM sottoscritto 7,2 milioni di euro
Comparto Sviluppo: AUM sottoscritto 3,8 milioni di euro
- Look through: SI
- Periodicità valorizzazione: semestrale
- Regime dei costi: tipico schema remunerativo dei fondi di private equity caratterizzato da management fee e carried interest.
- Indicare se si sono ottenute agevolazioni fiscali o se vi è la possibilità di beneficiarne: possibilità di beneficiarne.

Peculiarità e aspetti innovativi della propria strategia

Nell'ambito Fondi Pensione italiani Previndai è tra i pochi che abbia effettuato l'investimento diretto in FIA chiusi.

Il processo di selezione che ne è derivato ha comportato per la struttura di Previndai il coinvolgimento attivo in tutte le fasi della selezione dei FIA, col supporto di un *advisor* dotato di una visione globale e con la struttura, le competenze e l'esperienza necessarie per assistere Previndai in un processo orientato a selezionare diverse classi d'investimento alternative in parallelo.

Ulteriore aspetto distintivo è stato lo svolgimento della “*onsite due diligence*” da parte di alcuni rappresentanti della struttura di Previndai e dell'*advisor*. Si è trattato di visite presso le sedi operative dei FIA per approfondire tematiche relative all'*investment due diligence* e all'*operational due diligence*.

Inoltre, la struttura di Previndai ha seguito attivamente anche l'analisi della documentazione contrattuale dei FIA da sottoscrivere, collaborando con un consulente legale specializzato e con specifica esperienza su tale attività. La revisione legale ha permesso di individuare eventuali criticità nella documentazione e di negoziare termini contrattuali migliorativi attraverso modifiche alla documentazione e/o la formulazione di *side letter*.

Commenti Generali

Sul tema complessivo degli investimenti in FIA, Previndai si è interrogato su come rappresentarli nel *benchmark* di comparto. Ugualmente ha riflettuto sul calcolo dell'Indicatore sintetico dei costi (ISC). Per entrambe le tematiche non risulta che la Covip abbia espresso il proprio orientamento. Soprattutto per quanto riguarda l'ISC, il tema della confrontabilità fra fondi richiederebbe un allineamento metodologico che la Vigilanza dovrebbe indicare.

Nello specifico tema degli investimenti domestici, l'obiettivo di giungere a investire il 5% del patrimonio dei comparti finanziari potrà essere perseguito gradualmente con i successivi investimenti, comunque necessari per tendere a mantenere costante il livello complessivo del 10% in FIA.

4.7 I Fondi Pensione negoziali tra “alternativi” ed economia reale domestica

Paolo Stefan, Direttore Generale **Solidarietà Veneto**

Strategie di investimento e prodotti finanziari ormai non mancano per investire nell'economia reale domestica, ma soprattutto per gli investitori meno strutturati come alcuni Fondi Pensione negoziali può non essere semplice individuare le migliori soluzioni per le rispettive esigenze

Gli investitori istituzionali italiani, tra cui i Fondi Pensione Negoziali, stanno compiendo passi da gigante nell'implementazione di strategie di investimento che prevedano maggiori quote di investimenti alternativi. Il percorso necessita però di importanti decisioni da prendere, soprattutto per rispettare i propri doveri nei confronti degli iscritti. Ne abbiamo parlato con **Paolo Stefan, Direttore Generale del Fondo Pensione Negoziale Solidarietà Veneto**.

Per i Fondi Pensione approcciare l'investimento in strumenti alternativi non sempre risulta di facile realizzazione; è stato necessario condurre un percorso di professionalizzazione della struttura interna per arrivare alla decisione di investimento in economia reale?

La professionalità è condizione necessaria per approcciare qualsiasi tipo di investimento, a maggior ragione per quanto attiene all'ambito degli alternativi, che richiedono conoscenze specifiche. Il personale dovrà quindi essere in grado di governare anzitutto la fase di selezione, che è decisiva quando si approcciano gli strumenti illiquidi. Ci riferiamo in particolare, per quel che ci riguarda, al *private equity*, al *private debt* e - prospetticamente - alle infrastrutture e al *real estate*. Una volta selezionati i fondi *target*, la struttura dovrà essere in ogni caso in grado di presidiare l'andamento dell'investimento, organizzando un'attività di monitoraggio efficace e continua.

Quali sono gli strumenti di investimento che sono più allineati ai vostri obiettivi e quali analisi sono state condotte sull'ormai ampia offerta investibile?

L'ultimo rinnovo del Documento sulle Politiche di investimento ha confermato il *commitment* del Fondo sul *private equity* e sul *private debt*, anche se si è condivisa la **necessità di ampliare l'universo investibile andando oltre ai confini nazionali**. In questo senso, l'ambito europeo è considerato quello ideale, da sviluppare inoltre, nel futuro prossimo, anche approcciando l'investimento in fondi infrastrutturali e immobiliari. Nel corso del 2019 Solidarietà Veneto ha concentrato la sua attenzione soprattutto sull'allineamento della gestione diretta ai nuovi *benchmark*. Una volta completata questa fase, sarà avviata l'analisi di mercato relativamente all'offerta di strumenti alternativi.

L'aspetto di gestione e controllo degli strumenti alternativi non può che essere al centro di una prudente gestione del rischio che deriva dalla scelta di investire in economia reale: ritenete utile l'affiancamento di un advisor come supporto al processo di investimento e successivamente di monitoraggio dello stesso?

Le peculiarità delle differenti gestioni alternative che abbiamo intenzione di radicare all'interno dell'*asset allocation* del fondo impongono certamente **l'ausilio di professionisti esterni**. L'esperienza maturata nell'ambito del *private equity* ci consolida in questa visione. L'affiancamento da parte dell'*advisor* riteniamo sia irrinunciabile soprattutto nella fase di selezione. In realtà crediamo sarà necessario avvalersi di più *advisor*, anche in relazione alla molteplicità di strumenti che si andranno a selezionare. Concordiamo inoltre sul fatto che la successiva fase di monitoraggio potrebbe trarre vantaggio dall'attivazione di un presidio esterno. Sarà quindi centrale, nella valutazione

riguardo all’attivazione degli “alternativi”, la pianificazione del *budget* finanziario nel quale rappresentare l’impatto di questi aspetti in un orizzonte pluriennale.

Caratteristiche dell’investitore	
Tipologia di appartenenza	Fondo pensione negoziale
Anno di costituzione/Istituzione	1990
Tipologia di destinatari/partecipanti	Lavoratori che operano in Veneto, dipendenti da datori di lavoro rappresentati dalle associazioni datoriali sottoscrittici degli accordi istitutivi e i soggetti fiscalmente a carico
AUM	1.444.451.856 euro
Numero di comparti	4
AUM dei singoli comparti e numero dei relativi partecipanti	Dinamico: 234.332.823 euro – 13.103 Reddito: 683.071.312 euro – 25.936 Prudente: 313.715.773 euro – 12.360 Garantito TFR: 213.331.948 euro – 40.417
Overview generale degli “Investimenti in economia reale italiana”	
Elenco dei “casi” di “Investimento in economia reale italiana”	Fondo Sviluppo PMI Fondo APE III Fondo Alcedo IV Fondo Alto Partners IV Mandato <i>Private Debt</i>
Comparti con “Investimenti in economia reale italiana”	Dinamico, Reddito, Prudente
Peso % degli “Investimenti in economia reale italiana” rispetto all’AUM totale	5,75%
Peso % degli “Investimenti in economia reale italiana” rispetto agli AUM dei comparti interessati	6,74%
Motivazioni generali degli “Investimenti in economia reale italiana”	
Gli investimenti nei mercati privati consentono al Fondo Pensione una migliore diversificazione e una più efficiente allocazione dei propri attivi in un’ottica di investimento di lungo periodo. Al contempo richiedono una specifica conoscenza dell’ <i>asset class</i> e dell’ambiente economico nel quale si dovrebbe creare il valore aggiunto. Per questo il primo approccio agli <i>asset</i> alternativi è avvenuto tramite l’esposizione all’economia italiana.	
Milestones	
<u>Deliberazioni “chiave” assunte:</u> • 25/09/2009 Approvazione modifiche statutarie del Fondo per prevedere la gestione diretta; • 15/06/2010 il CdA delibera la costituzione comitato investimenti; • 31/01/2013 Data avvio mandato <i>private debt</i>; • 24/10/2013 il CdA delibera la definizione delle linee strategiche per lo sviluppo degli investimenti diretti	
<u>Modello di gestione attuato:</u> Investimento in fondi di <i>private equity</i> per mezzo della gestione diretta, investimenti tradizionali e mandato <i>private debt</i> attraverso una delega di gestione.	
<u>Come l’investimento è stato fatto rientrare nell’asset allocation, strategica e tattica</u> Analisi dell’ <i>asset class</i> in termini di rischio/rendimento, liquidità, caratteristiche del mercato e possibilità di diversificazione rispetto alle caratteristiche complessive del comparto.	

Governance del Processo di Investimento

NEL CASO DI INVESTIMENTO DIRETTO IN PARTI DI OICR (FIA)

- Anno della modifica statutaria per la gestione diretta: 2009
- Deliberazioni assunte a valle della modifica statutaria per dare attuazione alla stessa:
15/06/2010 il CdA delibera la costituzione comitato investimenti;
24/10/2013 il CdA delibera la definizione delle linee strategiche per lo sviluppo degli investimenti diretti
- Struttura organizzativa dell'investitore e procedure interne: coinvolgimento diretto delle Funzioni interne, in che modo, con che attività?
CdA: definizione caratteristiche dei fondi da ricercare;
Funzione Finanza: screening di mercato;
Comitato investimenti/CdA: scelta opportunità per cui fare due diligence;
Funzione Finanza: due diligence;
CdA: delibera di investimento
- Modalità di selezione del/i FIA:
Beauty contest dopo screening completo del mercato sulla base delle caratteristiche definite dal CdA
- Scelta strategica relativa all'eventuale partecipazione alla governance del FIA e modalità di attuazione:
Sì, partecipa il Direttore generale e responsabile del Fondo
- Reportistica periodica per controllo dell'investimento e per gli adempimenti informativi verso la vigilanza da parte dell'investitore:
reportistica sviluppata ad-hoc per il fondo pensione al fine di rispondere agli adempimenti richiesti in termini informativi e verso la vigilanza

NEL CASO DI INVESTIMENTO ATTRAVERSO UN MANDATO DI GESTIONE

- Deliberazioni assunte per dare attuazione alla decisione di effettuare "Investimenti nell'economia reale italiana":
Svolgimento bando di gara in base alle modalità definite da Covip
- Struttura organizzativa dell'investitore e procedure interne: coinvolgimento diretto delle Funzioni interne, in che modo, con che attività?
Coinvolgimento delle strutture interne del fondo soltanto in occasione dell'attività di monitoraggio semestrale
- Modalità di selezione del/i gestore/i delegato/i:
Bando di gara
- Scelta strategica relativa all'eventuale partecipazione alla governance del FIA contenuti nel portafoglio di gestione e alla modalità di attuazione:
Il mandatario investe direttamente in obbligazione emesse da società
- Reportistica periodica per controllo dell'investimento e per gli adempimenti informativi verso la vigilanza da parte dell'investitore:
Reportistica standard prevista per i mandati tradizionali.

INVESTIMENTODIRETTO IN PARTI DI OICR Caratteristiche “Investimento nell’economia reale italiana” - Caso 1
• <u>Comparto di riferimento</u>: Dinamico, Reddito • <u>Asset Class/strategia</u>: <i>private equity</i> • <u>FIA/GEFIA</u>: Fondo Sviluppo PMI, APE III, Fondo Alto Partners IV, Alcedo IV • <u>Durata FIA</u>: 10 anni • <u>Data di sottoscrizione</u>: rispettivamente 2015, 2015, 2017, 2015 • <u>AUM sottoscritto/AUM richiamato</u>: sottoscritto complessivamente 33 milioni, richiamato 18,15 milioni • <u>Partecipazione alla governance</u>: partecipazione all’<i>advisory board</i> • <u>Rendimento target</u>: 7% • <u>Ultimo rendimento disponibile</u>: N/D • <u>Look through</u>: sì, incontro con il gestore • <u>Periodicità valorizzazione</u>: trimestrale • <u>Regime dei costi</u>: commissioni fissa su <i>commitment</i> (periodo di investimento) e NAV successivamente; commissioni di performance raggiunto il livello di <i>hurdle rate</i> • <u>Indicare se si sono ottenute agevolazioni fiscali o se vi è la possibilità di beneficiarne</u>: ottenute agevolazioni fiscali
INVESTIMENTO ATTRAVERSO UN MANDATO DI GESTIONE Caratteristiche Mandato di gestione per “Investimenti nell’economia reale italiana” - Caso 2
• <u>Comparto di riferimento</u>: Dinamico, Reddito e Prudente • <u>Asset Class/strategia</u>: <i>private debt</i> • <u>Gestore delegato</u>: Finanziaria Internazionale • <u>Durata mandato di gestione</u>: complessivamente 14 anni • <u>AUM conferito in gestione (di cui investito in FIA)</u>: 55 milioni • <u>Rendimento target</u>: 3% • <u>Look through</u>: sì, incontro con il gestore • <u>Periodicità valorizzazione (del portafoglio di gestione e degli eventuali FIA)</u>: Giornaliera • <u>Regime dei costi</u>: commissione di gestione e commissione di <i>performance</i> sopra il livello di <i>benchmark</i> • <u>Indicare se si sono ottenute agevolazioni fiscali o se vi è la possibilità di beneficiarne</u>: non si sono ottenute agevolazioni fiscali
Peculiarità e aspetti innovativi della propria strategia
L’approccio di Solidarietà Veneto agli “alternativi” (<i>private equity</i> e <i>private debt</i>) ci pare distintivo soprattutto per il fatto che si è ritenuto di gestire direttamente la selezione degli strumenti e il presidio degli investimenti. Questo atteggiamento ha consentito di sviluppare particolarmente le professionalità interne, anche in ragione del fatto che il processo di investimento ha preso avvio oramai sette anni fa.
Commenti Generali
Crediamo che i Fondi Pensione possano svilupparsi più efficacemente se possono contare su risorse umane dotate di un’elevata professionalità e che, al tempo stesso, possano contribuire alla costruzione di un progetto di sviluppo convincente. Se questi due elementi convivono il fondo diventa attrattivo e si genera un effetto virtuoso, dal quale abbiamo tratto beneficio negli ultimi anni.

5. Le possibili soluzioni di investimento

Per una **crescita di sistema completa e duratura**, una volta viste e analizzate le modalità più coerenti e funzionali all'investimento di Fondi Pensione, Casse di Previdenza e Fondazioni di origine Bancaria, non può mancare l'apporto di *asset manager* e fabbriche prodotte. Anche in questo caso, rispetto alle difficoltà riscontrate nei primi incontri del Tavolo di Lavoro, sembra che anche dal lato dell'offerta si siano fatti passi in avanti, riuscendo ad affinare e **realizzare, sempre più, prodotti customizzabili sulle peculiari esigenze degli investitori**. Ripercorriamo allora le proposte di investimento presentate durante i due incontri del 2019.

5.1 Le PMI italiane motore di sviluppo

Settimio Stigliano, Direzione Investimenti Arca Fondi SGR

L'Italia rimane un Paese a bassa crescita, negli ultimi 5 anni il PIL è cresciuto del 4,8%, meno di un punto percentuale all'anno, non è certo un grande risultato. Tuttavia, guardando i numeri più approfonditamente, appare chiaro che **nel Paese coesistono realtà molto diverse**. C'è una componente più dinamica e attiva, legata *all'export* e alla manifattura, capace di crescere più del doppio (+12%) della media. È vero che rispetto al 2007 l'Italia ha perso quasi il 20% della base produttiva, ma **le imprese che sono sopravvissute hanno investito in innovazione**, sono cresciute e il livello di attività di queste realtà oggi è superiore del 30/40% rispetto a 10 anni fa. Nonostante tutto l'Italia rimane la seconda manifattura d'Europa, il primo Paese per valore aggiunto nell'agricoltura e anche nel turismo, dove dovremmo fare meglio, siamo comunque il 2° Paese per numero di pernottamenti. La forza del Paese è l'*export* in costante crescita. Infatti rimaniamo il 5° Paese al mondo per miglior saldo commerciale. Questo risultato è ottenuto non solo grazie ai settori della moda, arredamento e alimentare, ma anche alla meccanica e al settore farmaceutico.

Tuttavia, dobbiamo ammettere che il nostro tessuto industriale, rispetto agli altri Paesi europei, risulta più frammentato, con aziende mediamente più piccole, forse troppo piccole e in alcuni casi inadeguate a competere in mercati sempre più globali. Con un numero medio di addetti per impresa inferiore alla media della Area Euro, 9 contro 14, abbiamo però un *export* medio per le PMI superiore a quello di molti Paesi economicamente sviluppati, tra cui la Germania.

Nelle PMI si concentra il valore aggiunto del settore manifatturiero, ma è anche vero che la dimensione è importante poiché la produttività per addetto aumenta al crescere della dimensione aziendale. Se la dimensione media dell'impresa italiana fosse analoga a quella tedesca, la produttività per addetto dell'intero sistema industriale salirebbe del 26%, con un notevole impatto sulla crescita del Paese. Quindi le PMI hanno convenienza a crescere e **per poterlo fare devono superare i vincoli sempre più stringenti posti dal credito bancario e i limiti delle disponibilità dei singoli imprenditori**. In Italia i mezzi propri sono solo il 15% del totale dell'attivo, in Germania il doppio, nel Regno Unito il triplo. Guardando avanti, diventa quindi sempre più strategica la capacità delle nostre aziende di accedere direttamente al mercato dei capitali attraverso la quotazione come prerequisito per la loro prosperità.

Ma cosa dicono gli imprenditori? Quali sono i fattori che spingono un'azienda a superare le preoccupazioni dell'imprenditore/*management* sui costi aggiuntivi, le regolamentazioni, la burocrazia, i rapporti con gli investitori e in generale la richiesta di maggior trasparenza e condivisione di dati e obiettivi aziendali?

Una delle tante aziende che Arca Fondi ha seguito nel processo di quotazione ci ha raccontato che queste sono le motivazioni principali:

- Strategiche
 - Indipendenza
 - Visibilità in mercati globali
- Finanziarie
 - Accesso a nuove fonti di finanziamento in un contesto di crescita
 - Possibilità di realizzare operazioni di M&A, investimenti e/o alleanze strategiche
- Organizzative
 - Sviluppare una società interamente guidata dal “*shareholder value*”
 - Motivare e coinvolgere il *management* nei risultati dell’impresa

(presentazione AVIO, maggio 2019)

Tuttavia, le aziende rimangono ancora lontane dalla Borsa. Secondo una recente ricerca, in Italia ci sono più di 10.000 aziende con fatturato compreso tra 20-250 milioni di euro, e di queste ve ne sono almeno 700 che possiamo definire “eccellenti”, poiché registrano fattori di crescita, solidità, capacità manageriali, tali da renderle potenzialmente appetibili per un investitore istituzionale. L’esperienza delle *small cap* italiane quotate è simile a quella degli altri Paesi sviluppati: **aziende più piccole del settore industriale con elevati tassi di crescita** e un profilo di rischio ovviamente più consistente; bassa copertura degli analisti e liquidità spesso limitata, ma risultati significativamente migliori rispetto alle *big cap*: il segmento STAR dal 2001 a oggi ha offerto ritorni di gran lunga superiori non solo al FTSE MIB, ma addirittura all’indice americano S&P500.

In Italia i mercati azionari di riferimento per le PMI sono lo STAR e l’AIM: tali indici hanno una composizione settoriale molto diversa dal FTSE MIB. Infatti offrono un’esposizione al settore industriale decisamente superiore oltre 1/3 della capitalizzazione dello STAR e quindi un legame più forte con l’economia reale. Inoltre il numero delle PMI quotate, in particolare all’AIM, è cresciuto negli ultimi anni e oggi sono circa 133, ma la capitalizzazione complessiva rimane limitata, circa 100 miliardi di euro, in termini di PIL irrisoria rispetto agli altri Paesi sviluppati, e con basso flottante, inferiore al 50%. **Occorre liberare il potenziale presente nell’economia reale italiana.** Più aziende quotate, “eccellenti” e maggior sostegno e attenzione da parte degli investitori istituzionali. D’altro canto, i mercati finanziari dei Paesi sviluppati presentano due caratteristiche fondamentali: le aziende si quotano per crescere (il peso della capitalizzazione dei mercati azionari sul PIL è spesso superiore al 100%) e sono finanziate dagli investitori istituzionali locali (lo “*home bias*”, la maggior attenzione al mercato domestico in termini di allocazione è forte e decisamente superiore a quella italiana).

Per l’investitore istituzionale questa *asset class*, al di là degli aspetti di convenienza fiscale, rappresenta un canale importante, **non solo per dare un effettivo sostegno all’economia reale e trarre beneficio da ritorni di lungo termine superiori alla media, ma anche per contribuire allo sviluppo del mercato finanziario italiano**, essenziale per poter attirare più aziende alla quotazione. L’investimento nelle PMI richiede però la presenza di un *team* di gestione qualificato, con una conoscenza approfondita del contesto di mercato sia italiano che internazionale, delle dinamiche specifiche di ciascun settore, capace di valutare adeguatamente il modello di *business* dell’azienda. Arca Fondi ha dimostrato di avere una lunga e consolidata esperienza in questo settore, ha avuto un ruolo importante nel far conoscere e nel favorire la quotazione di diverse piccole imprese italiane, partecipando così al progressivo sviluppo dell’economia reale italiana.

5.2 L'asset class "dimenticata": *Micro Cap* quotate, importante volano per l'economia reale del Paese

Alberto Alfiero, Vice Direttore Generale Banca Finnat

Il tema dell'investimento nell'economia reale mai come oggi è all'attenzione degli investitori istituzionali. Nella *asset allocation* di molti di essi è **ormai consolidata la presenza di strumenti per perseguire quella finalità**. Essi sono però sostanzialmente riconducibili a quattro principali *asset class*: infrastrutture, *private debt*, *venture capital*, *private equity*. Viene invece sottovalutata, forse in modo inconsapevole, una quinta *asset class*, quella che invece, più di ogni altra, rappresenta il fattore caratterizzante dell'economia reale italiana: **si tratta delle *Micro Cap*** (ovvero dei loro imprenditori) che decidono di approcciare i mercati finanziari intraprendendo il virtuoso percorso della quotazione. Paradossalmente viene insomma "dimenticata" proprio *l'asset class* che sostenendo la piccola imprenditoria eccellente, sarebbe in grado, come vedremo, di avviare importanti e decisivi processi virtuosi per l'economia del nostro Paese. Gli investitori istituzionali potrebbero fare molto per innescare questo processo virtuoso che dovrebbe rappresentare una priorità per chi ha a cuore (anche) le sorti del nostro sistema economico.

PMI elemento caratterizzante dell'economia reale italiana

L'importanza nel nostro Paese delle PMI, in particolare delle *Micro Cap*, è ormai un dato condiviso. Esse sono l'ossatura dell'economia reale. Basti pensare che il **79% degli occupati lavora in PMI** ovvero in imprese con meno di 250 dipendenti. Escludendo le innumerevoli aziende con meno di 10 dipendenti, le altre PMI sono circa 152.000 e rappresentano il 24% delle imprese italiane. Ed è altrettanto noto che le nostre PMI sono davvero eccellenti e, nei più svariati settori produttivi, godono di apprezzamento e riconoscimenti in tutto il mondo; è proprio grazie alle PMI che l'Italia è la seconda economia manifatturiera in Europa dietro la Germania ed è altresì al vertice per valore dell'*export*. Un recente studio di Banca IMI calcola prudentemente in 1.530 le aziende non quotate che potrebbero accedere al mercato: 850 sul segmento STAR e 680 su AIM. E tuttavia **sono ancora poche le PMI che affrontano la sfida della quotazione in Borsa**. Il che è un peccato perché la quotazione è potenzialmente un fattore chiave di sviluppo per le imprese e in particolare per quelle piccole².

La quotazione in Borsa, fattore di sviluppo per le PMI

Come noto con la quotazione le imprese **migliorano la propria patrimonializzazione**; con la raccolta di capitali finanziari **riducono la dipendenza dal sistema bancario** e possono più agevolmente **finanziare la loro crescita organica**. Ma la quotazione non è solo questo! La quotazione incide su ulteriori aspetti che aiutano le aziende a "crescere":

- aumenta la visibilità e favorisce l'internazionalizzazione;
- impone un miglioramento dell'assetto organizzativo e manageriale;
- accresce lo *standing* nei confronti di clienti e fornitori;
- è motivo di attrazione per il personale più qualificato;
- comporta una migliore gestione degli aspetti relativi all'azionariato e al controllo delle imprese (quasi sempre familiari, ma che cominciano, grazie al mercato, ad "aprirsi").

² A risultati analoghi conducono le stime diffuse da Borsa Italiana e Confindustria.

In altre parole la quotazione non si limita a migliorare gli assetti finanziari delle imprese, ma innesta ulteriori processi virtuosi su tanti e diversi fattori di crescita e sviluppo che ne migliorano gli *economics*, favorendo peraltro anche la crescita occupazionale.

Che la quotazione in Borsa migliori le aziende (e quindi l'economia reale), lo confermano del resto molti dati. Una recente ricerca del politecnico di Milano individuava tra le PMI quotate tassi di crescita tra il 2017 e il 2018 del 14% in termini di ricavi, del 24% in termini di EBIDTA e del 16% in termini di personale.

Banca Finnat ha fatto un'analisi confrontando i bilanci 2017 e 2018 delle società quotate su AIM: l'82% delle società aveva migliorato i ricavi, il 73% l'EBIDTA, il 62% gli utili. **Eclatanti i dati sull'occupazione:** i dipendenti di società quotate sull'AIM (mercato di riferimento per le nostre *Micro Cap*) sono 18.000 con una crescita rispetto al 2017 del 22%³. **Risulta che nei 3 anni successivi all'IPO il numero di dipendenti cresce in media del 50%.** Sono numeri straordinari che però, purtroppo, riguardano (ancora) un numero limitato di società: allargare quel numero dovrebbe essere una priorità sempre più condivisa da chi davvero vuole incidere sulla nostra economia reale.

Il mercato di riferimento delle Micro Cap: AIM Italia

Il mercato AIM Italia è il mercato dedicato alle piccole imprese ad alto potenziale di crescita che venne lanciato nel 2009 ispirandosi a esperienze di successo già presenti all'estero.⁴ L'AIM, in termini di società quotate, ha registrato nel periodo 2015-2019 (dati al 30 settembre) il più alto tasso di crescita tra i mercati azionari italiani: sono approdate su quel listino 130 nuove società (contro le 34 sull'MTA) e la capitalizzazione è decuplicata: da 773 milioni di euro a circa 6,7 miliardi.

Malgrado l'importante crescita delle società quotate, e anche l'ottimo andamento di alcune di esse, **sono però ancora scarsissime le risorse che arrivano alle “vere” PMI:** dalle IPO del 2018, ad esempio, al netto delle SPAC (che, seppur strumenti interessanti, ben poco hanno a che vedere con le *Micro Cap* operative) furono “solo” 215 i milioni di euro raccolti. Nei primi 11 mesi del 2019 il dato si ferma a 156 milioni.

Sono stati adottati alcuni provvedimenti legislativi che hanno prodotto degli effetti positivi, ma parziali e non decisivi. La legge sui PIR, per esempio, ha certamente avuto l'effetto di portare all'attenzione degli investitori diverse società non appartenenti all'indice principale. Tuttavia, a discapito di alcune affrettate conclusioni, **ben poche sono state le risorse effettivamente arrivate dai PIR al mercato AIM** (e quindi alle *Micro Cap* ivi quotate). Un'attenta analisi dei dati disponibili⁵ fa infatti emergere che il patrimonio sui fondi PIR è di 18,6 miliardi di euro di cui oltre 4 (il 21,6%) sono allocati su emittenti non compresi nell'indice principale; apparentemente è una quota che è andata – borsisticamente parlando – sulle *Small Cap*; ma non si pensi che in tale definizione rientrino le nostre *Micro Cap*! Solo 319 milioni infatti, sono allocati su emittenti quotati su AIM. E al netto delle SPAC, guardando cioè alle società “operative”, il dato stimato si riduce a circa 110 milioni, quindi meno dello 0,6% del patrimonio dei PIR è investito nelle aziende produttive quotate su AIM.

Gli investimenti in economia reale degli investitori istituzionali

L'AIM Italia, questa è la realtà, raccoglie purtroppo un modesto interesse da parte degli investitori istituzionali! Avrebbe invece bisogno di essere **supportato proprio da chi ha a cuore che esso diventi un mercato maturo**, più liquido, più efficiente e, conseguentemente, maggiormente

³ IR Top Research department – Report novembre 2019.

⁴ AIM UK sul mercato Londinese, Nouveau Marché su quello Francese e Neue Markt su quello tedesco.

⁵ Assogestioni: Report PIR giugno 2019.

attrattivo, sia per nuovi emittenti che per ulteriori investitori, anche stranieri. In realtà, con pochissime lodevoli eccezioni, persino tra le Fondazioni e gli Enti Previdenziali più sensibili al tema del sostegno del sistema Paese, quella delle **PMI che si quotano resta l'asset class dimenticata**: le loro risorse dedicate al tema “economia reale” vanno solo sulle altre 4 tradizionali *asset class* ciascuna delle quali ha elementi distintivi – che sinteticamente evidenzieremo – rispetto a quella delle *Micro Cap* quotate:

- *private equity*: prospetta ritorni interessanti ma si concentra su pochi *deal* che sono tipicamente di *size* superiori a quelli delle *Micro Cap*. Inoltre in alcuni casi sostiene effettivamente l'imprenditoria “sana” aiutandola a svilupparsi con quote di minoranza, ma in altri si caratterizza invece per un approccio “aggressivo”, puntando non tanto a supportare l'imprenditore quanto piuttosto a sostituirsi a esso e non sempre salvaguardando i livelli occupazionali;
- *infrastrutture*: tipologia di investimenti certamente positiva per lo sviluppo del sistema Paese, ma che fornisce al sistema imprenditoriale solo indirettamente dei benefici per aiutarlo a crescere e svilupparsi. Le risorse sono vincolate per lungo tempo su *asset* molto più illiquidi;
- *private debt*: una forma di investimento certamente a favore delle PMI ma con una redditività limitata dai tassi di rendimento delle emissioni (nelle prime esperienze riscontrate la redditività è a volte risultata inferiore alle attese anche a causa dei lunghi tempi di allocazione delle risorse dovuti alla complessità dei processi di *scouting* e *due diligence*);
- *venture capital*: è senza dubbio l'*asset class* più vicina, concettualmente, a quella delle *Micro Cap* ma con un diverso rapporto rischio/rendimento. Fa riflettere comunque il seguente paradosso: gli Istituzionali stanno finalmente incrementando (e nemmeno quanto si dovrebbe!) gli investimenti in *start up*, dunque nell'*equity* di imprese ancora in fase embrionale, ma le “dimenticano” quando poi, nella loro naturale evoluzione crescono, si consolidano, diventano *micro/small cap* e magari si quotano (o comunque avrebbero i numeri per farlo!).

Micro Cap quotate: l'asset class dimenticata

Rispetto alle 4 *asset class* che tradizionalmente vengono assimilate all'economia reale, l'*asset class* dimenticata – l'*equity Micro Cap* – ha degli **elementi distintivi che la rendono meritevole di una attenzione almeno pari alle altre**:

- a) elevata redditività potenziale: l'investimento in *Micro Cap* viene percepito come complesso ed eccessivamente rischioso. In realtà queste aziende, se ben selezionate, rispetto alle più grandi, offrono opportunità d'investimento a multipli molto più attraenti e in molti casi sono altrettanto solide dal punto di vista finanziario. Le analisi storiche, peraltro, mostrano che gli indici *small/micro cap* di molti Paesi hanno quasi sempre *overperformato* i rispettivi indici principali. Rappresenta una significativa eccezione proprio l'anno in corso che vede le *Large Cap* performare assai meglio delle *Small Cap*: questa circostanza (anomala) potrebbe in realtà costituire un ulteriore motivo per orientarsi proprio adesso su questi investimenti, confidando in un ritorno alle consuetudini storicamente espresse dai mercati azionari favorito anche dalla recente rivisitazione dei PIR;
- b) liquidità: è sbagliato giudicare gli investimenti in *Micro Cap* (o in fondi che vi investono) come eccessivamente illiquidi. Molti esprimono quel giudizio facendo un confronto (improprio) con gli altri titoli azionari. Invece, più correttamente, il confronto lo si dovrebbe

fare con la liquidità degli altri investimenti in economia reale: è indubitabile che la liquidità delle imprese quotate è di gran lunga maggiore;

- c) rapidità di allocazione ed elevata diversificazione: considerata la numerosità di aziende *target* disponibili, utilizzando un idoneo strumento d'investimento, questa *asset class* consente una rapida ed elevata diversificazione del portafoglio rispetto alle altre che investono nell'economia reale;
- d) straordinaria efficacia per l'economia del Paese: per le imprese è oggi fondamentale attivare canali di finanziamento alternativi al credito bancario. Allocare anche modeste risorse su questo segmento – da affidare evidentemente a gestori che a loro volta le impieghino in modo parcellizzato su tante iniziative – darebbe un formidabile e immediato impulso al mercato innescando quei processi virtuosi che già abbiamo descritto. Basti pensare che le IPO su AIM mediamente raccolgono circa 10 milioni: cifre modeste in assoluto ma non facili da raggiungere visto l'ancor modesto numero di investitori su quel mercato. Sovente una sottoscrizione di un milione di euro può essere decisiva nel decretare il successo (o l'insuccesso) di una IPO.

Gli ostacoli da rimuovere

Nella nostra esperienza⁶ l'investimento nell'"*asset class* dimenticata" da parte degli investitori istituzionali è quasi sempre ostacolata dal *set* di regole, *policy* e norme che tali investitori (e/o i loro *advisor*) hanno adottato per la gestione dei loro patrimoni. Ebbene: in molte occasioni non manca l'interesse per un fondo dedicato alle *Micro Cap*, ma ci si arena quasi sempre a causa di "regole" che, pur efficaci e condivisibili per le *asset class* tradizionali, sono invero incompatibili con l'eventuale volontà di investire in PMI (in particolare sulle *Micro Cap* quotate su AIM). **Sono regole e limiti d'investimento infatti non "tarati" sulle peculiarità e dimensioni del mercato** in questione e delle società che vi sono quotate.

Come sempre un esempio pratico può aiutare e meglio comprendere: diversi investitori non possono compiere investimenti sotto una determinata *size* (spesso 20 milioni, qualche volta 10) e, al contempo, non possono rappresentare più del 10% degli *asset* di un OICR. Di fatto un qualunque fondo dedicato alle *Micro Cap* e/o all'AIM, già esistente, o che dovesse nascere, non può raccogliere da gran parte degli investitori istituzionali (cui magari è riservato) prima di aver raggiunto i 100 milioni di *size* (meglio ancora 200): un *loop* da cui è difficile uscire!

Ma al di là di questo è forse utile ragionare su come una regola ispirata a un principio di sana prudenza possa poi rivelarsi, in determinate situazioni, inefficace e addirittura foriera di un incremento dei rischi. Basti considerare che la capitalizzazione delle società "operative" quotate su AIM è di circa 6,7 miliardi di euro. Il flottante mediamente è circa del 30%, ma la percentuale "reale" (al netto di familiari e investitori stabili con partecipazioni inferiori al 5%) è stimata al 20%. Dunque, per l'intero mercato, il flottante è pari a circa 1,4 miliardi: è del tutto evidente che un fondo da 100/200 milioni deterrebbe una quota dell'intero flottante assolutamente eccessiva. Noi riteniamo ragionevole che un singolo fondo dedicato esclusivamente all'AIM, nelle attuali dimensioni del mercato, non

⁶ La "nostra esperienza" cui si fa cenno è legata alla realizzazione nel 2017 da parte di Banca Finnat del **Fondo New Millennium AIM SISTEMA ITALIA PIR** e soprattutto ai successivi tentativi di promuoverne la sottoscrizione. Il fondo è dedicato in modo esclusivo al mercato AIM, ha NAV quindicinale ed è caratterizzato da una elevatissima diversificazione su oltre 80 società proprio allo scopo di rappresentare non solo una interessante opportunità di investimento, ma anche uno strumento idoneo a rappresentare una iniziativa di "sistema".

superi i 40/50 milioni. Regole ispirate alla sana prudenza dovrebbero evitare, e non favorire, investimenti in fondi di *size* maggiori!

Se davvero si volessero indirizzare gli investimenti dei Fondi Pensione, delle Casse, delle Fondazioni anche in questo settore dell'economia reale, nevralgico per il sistema Paese e dalle elevate prospettive, occorrerebbe elaborare regole "diverse" o quantomeno prevedere alcune deroghe a quelle esistenti che, quando calate nel contesto del "nostro" mercato, sono oggettivamente insensate ed inefficaci.

Occorrerebbe ad esempio, per gli investimenti in *Micro Cap*, prevedere la possibilità di:

- entrare in fondi con AUM anche inferiori ai 100 milioni senza restrizioni sul *track record*;
- poter essere *anchor investor* (ovvero poter rappresentare anche più del 10% di un fondo);
- procedere a singoli investimenti anche inferiori ai 5 o 10 milioni di euro.

Gli esempi sopra riportati agevolerebbero la nascita di ulteriori fondi dedicati e dunque l'ingresso (diretto o indiretto) di investitori stabili di lungo periodo in qualità di azionisti su splendide realtà e opportunità di investimento. Si favorirebbe anche il sostegno al mercato AIM: se e quando maggiori risorse affluiranno effettivamente sull'AIM, anche solo sul mercato secondario, parecchi titoli potrebbero esprimere ancor meglio il loro potenziale. Più imprenditori virtuosi potrebbero guardare con maggior fiducia al mercato e intraprendere quella sfida di crescita. La quotazione, ma anche semplicemente la prospettiva della quotazione, costituirebbe di per sé un **fattore di crescita e sviluppo per moltissime PMI e quindi per il sistema Italia**, con ritorni positivi su territorio e occupazione.

Si inizierebbe finalmente a investire e sostenere una *asset class* fino a ora ingiustamente dimenticata: quella delle piccole imprese, dei nostri intraprendenti e spesso geniali imprenditori, quella rappresentativa del reale tessuto economico del nostro Paese ma, incredibilmente, quella che meno di ogni altra ha fino a ora beneficiato di risorse da parte degli investitori istituzionali.

5.3 Il ruolo dei Fondi di Investimento Alternativi nel finanziamento dell'economia reale

*Patrizia Celia, Head of Large Caps, Investment Vehicles & Market Intelligence, Italy Primary Markets **Borsa Italiana***

*Luca Pompilio, Head of Financial Products, Markets Supervision **Borsa Italiana***

All'interno della grande famiglia dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA), i Fondi Chiusi stanno vivendo un momento di particolare vivacità. **Caratterizzati da strategie di investimento a medio e lungo termine**, tipicamente afferenti ad *asset class* di economia reale (come PMI, *start up*, progetti infrastrutturali e di energia rinnovabili, tecnologie emergenti), consentono di **diversificare i portafogli con investimenti non tradizionali** e di difficile accesso diretto.

In tale contesto si inseriscono le considerazioni sulla **quotazione dei FIA chiusi**. La quotazione degli strumenti consentirebbe, da un lato, di **potenziare l'attività di raccolta in fase di collocamento iniziale o di successive riaperture**, aumentando la platea dei possibili investitori, e, dall'altro, di rendere **più efficienti i meccanismi di liquidazione anticipata delle quote** (o delle azioni); il tutto, utilizzando l'infrastruttura tecnologica e l'assetto regolamentare di Borsa Italiana.

Borsa Italiana ha, pertanto, avviato un progetto di rimodellamento del MIV, il Mercato regolamentato dedicato ai Veicoli di Investimento, al fine di creare un ecosistema di mercato capace di supportare lo sviluppo dei FIA, dalla fase di costituzione del veicolo (supportando la raccolta in IPO anche per il tramite di distribuzione diretta sul mercato) alle fasi di riapertura (gestite tramite aumenti di

capitale), consentendo al tempo stesso di ottimizzare la modalità di vendita delle quote (o delle azioni) da parte degli investitori e sterilizzandone gli effetti sull'andamento dei prezzi di negoziazione.

È proprio su quest'ultimo aspetto che si sono concentrate le prime azioni concrete intraprese da Borsa Italiana, con l'introduzione sul segmento professionale del MIV di una nuova modalità di negoziazione, cd. negoziazione ancorata al NAV, dal 3 giugno 2019.

Più precisamente, al fine di **mitigare gli effetti della vendita di quote sull'andamento dei prezzi dei FIA** in un contesto di mercato caratterizzato naturalmente da investitori di lungo periodo, nella nuova modalità di negoziazione è stata eliminata la rilevanza della nozione di prezzo di riferimento, determinato sulla base degli scambi rilevati nell'ultima seduta di negoziazione, sostituendola con quella di **prezzo indicativo rappresentato dal valore unitario dell'ultimo NAV comunicato dall'emittente**. Tale valore, che risulta indicativo della valorizzazione del fondo ed è sottoposto a un processo di certificazione regolamentato dalle autorità, viene aggiornato dall'emittente con cadenza almeno semestrale o qualora si verifichino eventi che possano incidere significativamente sulla valorizzazione dell'intero portafoglio.

Nello specifico, sulla base dell'ultimo NAV disponibile vengono individuate delle **bande di oscillazione che definiscono un cd. "corridoio di prezzi" all'interno del quale i contratti possono concludersi automaticamente**. Il corridoio di prezzi, determinato tenendo conto delle strategie di investimento dei FIA, delimita un intervallo di variazioni rispetto al NAV ritenute fisiologiche, che riflettono le prassi attualmente in uso applicate alla compravendita di partecipazioni dei FIA non quotati. Al di fuori del corridoio dei prezzi i contratti potranno comunque essere conclusi nell'ambito dei presidi sulla volatilità che caratterizzano i mercati di Borsa Italiana.

Il modello proposto ha dunque **l'obiettivo di sterilizzare l'accumulo di sconto** che si può creare su strumenti tipicamente illiquidi come i FIA, consentendo, in media, la formazione di prezzi con variazioni sul NAV maggiormente allineate ai valori registrati sui mercati regolamentati più evoluti, che presentano un maggior numero di strumenti in negoziazione.

Le prime evidenze empiriche sembrano confermare le aspettative del modello; inoltre l'attività di *reshaping* del MIV ha catalizzato **l'interesse verso la quotazione di un'ampia e diversificata gamma di potenziali promotori di FIA**. Le caratteristiche delle strategie di investimento ipotizzate e dei gruppi di promotori interessati confermano la scelta strategica di posizionamento del mercato, che rimane neutrale rispetto alle strategie di investimento e alle forme di costituzione dei veicoli, prestandosi a ospitare sia fondi di *venture capital*, *private equity* o *private debt*, sia veicoli infrastrutturali o immobiliari, sia fondi con strategie innovative; il MIV permette inoltre la quotazione sia di veicoli societari che di fondi negoziali, sia di fondi con durata predeterminata che indeterminata (*permanent capital vehicles*), sia di Fondi di Investimento Alternativi riservati che di fondi armonizzati autorizzati alla commercializzazione agli investitori *retail*, quali gli ELTIF, gli EuVECA e gli EuSEF.

Il progetto di Borsa Italiana di sviluppo di un mercato dedicato alla quotazione dei fondi chiusi fa seguito al *trend* internazionale di crescita del numero di questa tipologia di strumenti quotati. Sebbene il fenomeno sia ancora poco noto in Italia, **la quotazione dei fondi chiusi è invece già ampiamente diffusa in altri Paesi**. A dicembre 2019, sui mercati del *London Stock Exchange* si contano infatti oltre 450 fondi chiusi con una capitalizzazione di mercato aggregata superiore a 220 miliardi di dollari.

Il progetto di sviluppo del mercato MIV – avviato nel 2019 ma ancora in evoluzione – ha visto finora il coinvolgimento dell'intera industria finanziaria italiana; il nuovo assetto di mercato è stato infatti

definito a seguito di un intenso confronto con i potenziali promotori di nuovi veicoli di investimento e con le diverse tipologie di possibili sottoscrittori di FIA.

Diventa ora fondamentale il **contributo degli intermediari italiani visto il loro ruolo insostituibile di tramite tra i promotori e i sottoscrittori di FIA**, tenendo conto della specificità di questi strumenti in termini di strategie di investimento, dell'orizzonte temporale e della varietà dei potenziali sottoscrittori e contemperando l'esigenza di liquidabilità dell'investimento con quella di mantenere una valorizzazione di mercato delle quote (o delle azioni) coerente con la valorizzazione del patrimonio netto dei FIA; esigenze alle quali Borsa Italiana ha fornito delle possibili risposte con il meccanismo della distribuzione diretta e della modalità di negoziazione ancorata al NAV.

5.4 Il *private debt* in Italia

Paolo Pendenza, Managing Partner Equita Capital SGR

Dalla riforma della legislazione in materia di obbligazioni e cambiali finanziarie nel 2013 il **mercato del *private debt* italiano è cresciuto a ritmi sostenuti** diventando così una fonte di finanziamento complementare e talvolta alternativa al canale bancario. Le **maggiori beneficiarie di questo sviluppo sono state le piccole e medie imprese italiane**, che hanno storicamente incontrato maggiori difficoltà nell'apertura del proprio capitale a fonti di finanziamento esterne al sistema bancario.

Cos'è il *private debt* e quali sono i player

Il *private debt* si concentra prevalentemente nella sottoscrizione di obbligazioni corporate (o *bond*), obbligazioni convertibili, finanziamenti, strumenti finanziari partecipativi e, in via residuale, cambiali finanziarie, emessi da piccole e medie aziende italiane. I fondi di *private debt* sono solitamente fondi chiusi che operano nel mercato dei capitali offrendo prestiti ad aziende private in alternativa o a complemento del debito bancario. Gli strumenti offerti nel contesto delle operazioni di *private debt* includono obbligazioni *corporate* o *bond* e finanziamenti (circa il 95% degli investimenti del 2018), strumenti ibridi, caratterizzati da strumenti partecipativi, e finanziamenti subordinati, tipicamente a supporto di operazioni di LBO. La maggior parte degli investimenti prevede un ammortamento del capitale progressivo nel tempo ed è caratterizzata da dimensioni dell'investimento inferiori a 5 milioni di euro.

A cosa serve e chi ne beneficia

Le piccole e medie imprese italiane sono le principali target degli investimenti di *private debt*, grazie ai quali possono soddisfare le proprie necessità finanziarie con un orizzonte temporale di medio-lungo termine. Il *private debt* viene infatti in aiuto alle aziende nella risoluzione delle seguenti problematiche:

- finanziamento di investimenti in macchinari o equipaggiamenti necessari all'implementazione dei progetti di sviluppo;
- risoluzione di problemi nell'assetto azionario, specialmente nelle situazioni di acquisto di quote da un azionista uscente;
- gestione dei passaggi generazionali;
- finanziamento di progetti di crescita esterna tramite l'M&A;
- ristrutturazione del profilo finanziario aziendale.

Inoltre, l'aver accesso a un finanziamento tramite il *private debt* comporta significativi benefici per la *target*:

- diversificazione delle fonti di finanziamento;
- instaurazione di un rapporto di *partnership* con gli investitori istituzionali basato sulla condivisione di comuni progetti a medio-lungo termine;
- introduzione di una *governance* societaria in linea con i migliori *standard*;
- possibilità di poter personalizzare il debito, rendendolo più adatto al progetto che si vuole finanziare;
- espansione del proprio *network* di conoscenze e della propria visibilità nella comunità finanziaria;
- aumento del potere contrattuale nei confronti del sistema bancario e dei propri fornitori e clienti.

Per ultimo, il *private debt* è uno strumento fondamentale per lo sviluppo e il supporto dell'economia reale. Nel 2018, il 66% degli investimenti ha infatti coinvolto aziende con meno di 250 lavoratori e il 55% ha invece riguardato imprese con un fatturato inferiore a 50 milioni di euro.

Lo sviluppo del mercato italiano

Dal 2014 a giugno 2019, sono state completate più di 500 operazioni di *private debt* e il totale degli investimenti ha raggiunto i 2,9 miliardi di euro, passando da 173 milioni investiti nel 2014 a oltre un miliardo nel 2018. I *player* attivi sono ancora un numero modesto, la maggioranza dei quali sono italiani e focalizzati su investimenti di piccolo taglio.

L'opportunità d'investimento del *private debt*

Il *private debt* rappresenta un'opportunità d'investimento per gli investitori istituzionali italiani in quanto:

- il mercato sta ancora affrontando una prima fase di sviluppo. Se comparato con quello delle maggiori economie europee, il mercato del *private debt* italiano risulta sottosviluppato sebbene il PIL nazionale sia il quarto in Europa e il valore aggiunto del settore manifatturiero sia secondo solo alla Germania. Secondo lo studio "*Deloitte Alternative Lender Tracker Autumn 2019*" i *deal* di *direct lending* conclusi in Italia a partire dal 2013 sono meno di 100 a confronto dei 200 completati in Germania, dei quasi 500 in Francia e dei più di 700 in Inghilterra;
- gli operatori italiani presenti sul mercato sono pochi e la concorrenza è modesta. Il numero di *player* esteri è limitato ed essi non hanno una presenza stabile in Italia, intercettando quindi poche operazioni. La dimensione media degli investimenti è compresa tra 5 e 10 milioni di euro e solo pochi *player* nazionali hanno fondi di dimensioni maggiori con *ticket* compresi tra 10 e 30 milioni di euro;
- il *private debt* offre ritorni interessanti con volatilità contenuta se comparato con altre *asset class*. Secondo il report "*2018 Preqin Alternative Assets Performance Monitor*", i fondi di *private debt* (*direct lending* e mezzanino) con *vintage year* compreso tra il 2005 e il 2015, hanno ottenuto un TIR netto mediano attorno al 10% con una *deviazione standard* del 7%, risultando più sicuri dei fondi di *private equity* che hanno registrato ritorni superiori (13%) con però il doppio della volatilità (15%).

- il *private debt* italiano opera con un livello di rischio più contenuto rispetto alla media europea. Dal sopracitato studio di *Deloitte* emerge infatti che a livello continentale, l'indebitamento medio delle operazioni che fanno ricorso al *private debt* è superiore a 4 volte l'EBITDA per quanto riguarda la leva *senior* e oltre le 6 volte in caso di strutture con debito mezzanino. La situazione italiana risulta essere più conservativa con leve medie inferiori alle 4 volte includendo anche il debito mezzanino.

Di conseguenza, nell'universo dei prodotti alternativi **il *private debt* rappresenta la scelta ideale per investitori di lungo periodo** interessati a rendimenti relativamente contenuti e caratterizzati da un profilo di rischio basso.

5.5 Perché investire nell'agroalimentare di qualità ha un impatto sul cambiamento climatico *Filippo La Scala, Fondatore e Amministratore Delegato Garnell*

Che rapporto hanno la temperatura di 33,7° C misurata a *Klemettilä*, in Lapponia, la scorsa estate e il picco di 415 parti di CO₂ per milione⁷ recentemente registrato nell'atmosfera presso l'Osservatorio di *Mauna Loa*, alle *Hawaii*?

Sono entrambi **misure record degli effetti nefasti del “*climate change*”**, il secondo dei quali mai sperimentato da nessun essere umano.

Gli studiosi ritengono infatti che valori analoghi siano stati raggiunti oltre 3 milioni di anni fa, in un'epoca geologica (quella del Pliocene) in cui non era ancora apparso sulla terra quell'*homo habilis* progenitore dell'uomo moderno.

Dati impressionanti, ignorati da larghissima parte dei *media* e dell'opinione pubblica mondiale, che testimoniano la gravità della crisi climatica e il suo ulteriore peggioramento, nonostante gli impegni presi con l'Accordo di Parigi del 2015 dai 193 stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC). E nonostante il cambiamento climatico sia un'esperienza alla quale ciascuno di noi è esposto quotidianamente e dalla quale nessuno può sottrarsi, una realtà incontestabile che sta già avendo un impatto molto significativo sul nostro pianeta e sulla vita delle persone.

L'incremento medio delle temperature, infatti, indica chiaramente che il tempo e lo spazio di manovra sono assai limitati. I prossimi 10 anni saranno cruciali. Per raggiungere nel 2050 una quota di emissione nette pari a zero servono transizioni “rapide e di ampia portata” nell'uso del suolo, nella produzione di energia, nell'industria, nei trasporti, nelle costruzioni.

Ma il tema dei cambiamenti climatici non è solo un tema ambientale. È piuttosto una **questione di rilevanza economica che riguarda le prospettive di crescita in tutte le regioni del mondo**, oramai fortemente interconnesse: l'uscita dalla povertà dei Paesi in via di sviluppo e l'utilizzo delle risorse che non penalizzi le generazioni future.

Adattare il nostro pianeta, già oggi sensibilmente più caldo, e mitigare gli effetti del cambiamento climatico che, oltre a generare disastri ambientali, trascina con sé catastrofi economiche e sociali (siccità, carestie, ondate migratorie, mortalità infantile, ecc.), **necessita di investimenti colossali.** L'IRENA (*International Renewable Energy Agency*), principale organismo intergovernativo

⁷ La *World Meteorological Organization* (Organizzazione Meteorologica Mondiale) indica che tale dato sia di circa 1,5 volte quello dell'epoca preindustriale (ante 1750) e, attraverso la misurazione delle bolle d'aria intrappolate nei ghiacci profondi dell'Artico, non sia mai stato misurato fino ad almeno 800mila anni fa.

mondiale che supporta la transizione verso l'energia sostenibile futura, stima nel suo ultimo report⁸ che gli **investimenti aggiuntivi necessari alla decarbonizzazione del sistema energetico** globale da qui al 2050 non potranno essere inferiori a 15.000 miliardi di dollari. È una somma che solo la (grande) finanza può attivare, perché “tutte le risorse pubbliche del mondo non basteranno a portare avanti la rivoluzione climatica. La vera svolta verrà dagli investimenti privati” ha spiegato *Miguel Arias Cañet*, capo (uscente) della strategia climatica europea.

Anche *Ursula von der Leyen*, neoeletta Presidente della Commissione europea, nel promuovere la sua candidatura al Parlamento di Strasburgo, si è impegnata a presentare, entro 100 giorni dal suo insediamento, un piano per un “accordo verde per l'Europa” e a connotare la BEI (Banca Europea per gli Investimenti) quale *climate bank*, promettendo investimenti *green* per 1.000 miliardi di euro nei prossimi 10 anni. **Un ruolo fondamentale dovrebbe giocare anche la Conferenza degli Stati sul Clima (COP)**, che dopo quella di Dicembre 2019 a Madrid, a Glasgow nel 2020 avrà il difficile compito di ultimare il lavoro iniziato a Parigi nel 2015, negoziando le regole per attivare e conteggiare le risorse mobilitate per contrastare il cambiamento climatico (la cosiddetta “*climate finance*”).

Ma quanti conoscono il peso che **il settore agroalimentare ha nella deriva climatica** e potrebbe avere, in positivo, nel mitigare tale cambiamento, contribuendo a raggiungere l'obiettivo di “emissioni nette zero”?

Gli studi generalmente concordano che circa un quarto delle emissioni di CO₂ e, in misura ancora più significativa quelle degli altri gas a “effetto serra”⁹, siano riconducibili all'attività agricola. Sono le prime responsabili del riscaldamento climatico, i cui effetti sono più evidenti perché percepiti da tutti. Molto meno consapevoli si è invece **dell'effetto boomerang delle pratiche dell'agroindustria** che, dalla fine della Seconda Guerra Mondiale in poi, ha inizialmente favorito l'incremento della produzione di cibo (e posto le basi della “narrazione da Mulino Bianco”), ma ha anche creato le condizioni, molto più subdole, del disastro ambientale odierno. La diffusione della monocoltura intensiva, magari di varietà geneticamente selezionate (perché – alcuni si ostinano ancora a dire - più “resistenti”, a più alta resa e dunque meno costose), ha portato a una severa perdita di biodiversità, fondamentale per mantenere in equilibrio l'ecosistema e garantire la sicurezza alimentare. Il “*tillage*” convenzionale (cioè tutte le attività di lavorazione dei terreni agricoli mediante manipolazione meccanica profonda, come l'aratura) e l'impiego massiccio di fertilizzanti e fitofarmaci, hanno “fragilizzato” il suolo, esponendolo all'erosione, alla riduzione progressiva della capacità di assorbire e conservare l'acqua e di “sequestrare” carbonio, tutti fattori fondamentali per mantenere la fertilità del terreno e contrastare il cambiamento climatico. Ferite difficilmente rimarginabili se non attraverso un rapido e radicale cambio di paradigma.

La tesi

Il settore agroalimentare deve essere dunque al centro dell'attenzione di tutti gli attori pubblici e privati, e in particolare degli investitori perché, mobilitando le necessarie ingenti risorse economiche, sia possibile realizzare una vera e propria “nuova rivoluzione verde”:

⁸ “Global Energy Transformation – A Roadmap to 2050”, 2019.

⁹ Si stima che il 25% delle emissioni di CO₂ sono prodotte da fonti agricole, fra le più importanti la deforestazione, l'uso di fertilizzanti ricavati da fonti fossili, e la combustione di biomasse. La maggior parte del metano presente in atmosfera proviene dalla fermentazione enterica e dalle deiezioni dei ruminanti, dagli incendi nelle foreste, dalla coltivazione di riso nelle paludi e dalla fermentazione degli scarti agricoli e alimentari, mentre il “*tillage*” convenzionale e l'uso di fertilizzanti è responsabile per il 70% della produzione dell'ossido di nitrato e dell'80% delle emissioni di protossido di azoto.

- promuovendo l'agricoltura rigenerativa su larga scala, elemento significativo della strategia di contrasto al cambiamento climatico (perché capace di fissare nel suolo più carbonio di quanto ne produca) e lo sviluppo della biodiversità che contribuisce a combattere la malnutrizione e le ineguaglianze;
- indirizzando le imprese della trasformazione, della logistica, della distribuzione e della meccanica verso modelli produttivi a impatto netto positivo;
- educando al consumo alimentare più sano e sostenibile, incoraggiando scelte più consapevoli sul cibo;
- riconoscendo il valore del contributo di ciascun attore nella catena produttiva, a cominciare da quello dei contadini che meritano un equo compenso per il lavoro svolto;
- considerando il costo ambientale quale fattore determinante nella definizione dei prezzi.

È, insomma, necessario modificare completamente il modo con il quale il cibo è prodotto, conservato, distribuito, venduto e consumato. Governi, imprese (incluso quelle del settore finanziario), scienza e consumatori devono attivamente collaborare, senza perdere ulteriore tempo.

Ancora più importante sarà l'impegno e l'azione di centinaia di milioni di cittadini nel mondo che, resi sempre più consapevoli, decideranno di mobilitare e impiegare i loro risparmi nell'economia reale virtuosa e sostenibile, bilanciando la ricerca di un'equa remunerazione con la generazione di impatti positivi ambientali e sociali, rifuggendo modelli d'investimento puramente finanziari e illusori.

Garnell mette dunque a disposizione degli investitori un *know how* acquisito negli anni in molteplici ambiti attraverso un *team* composto da professionisti di comprovata esperienza nelle primarie realtà italiane e internazionali, tramite specifiche competenze sia per settore che per tipologia di operazione.

5.6 **Equity infrastructure: rendita di lungo termine e decorrelazione**

Gwenola Chambon, CEO - Founding Partner Vauban Infrastructure Partners Natixis IM

Mounir Corm, Deputy CEO - Founding Partner Vauban Infrastructure Partners Natixis IM

Infrastrutture: la frontiera dei *private asset*

Gli investitori di tutto il mondo parlano di infrastrutture. Tra rendimenti bassi ed elevata incertezza geopolitica e di mercato, gli investitori istituzionali sono sempre più attratti dai rendimenti storicamente più interessanti delle infrastrutture e dalla loro relativa prevedibilità (flussi di reddito a lungo termine storicamente stabili).

Sono attratti *dall'asset class* infrastrutturale in ragione di **un profilo di rischio relativamente basso dovuto alla decorrelazione degli attivi infrastrutturali rispetto alle classi di attività tradizionali**, come azioni e obbligazioni. Infine, sono spesso interessati a investire in *real asset* che incorporino un'utilità economica e sociale.

Le infrastrutture sono diverse dalle altre *asset class*. Hanno un **impatto diretto sulle persone**, poiché agevolano lo svolgimento di attività essenziali senza le quali la vita quotidiana diventerebbe più complessa.

La costruzione e la manutenzione efficiente di strade, ponti, scuole, ospedali, la fornitura di energia elettrica e le reti digitali sono vitali per lo sviluppo delle comunità. Ciò significa che gli investimenti in infrastrutture non possono essere considerati come semplici transazioni, come eventi *una tantum*.

Una reale vicinanza agli asset e agli stakeholder rafforza la probabilità di rendimenti stabili

Il loro enorme impatto sulla società richiede che le infrastrutture, e coloro che le creano, si assumano responsabilità sostanziali. È solo questa assunzione di responsabilità che legittima gli investimenti in infrastrutture agli occhi degli utenti, degli *stakeholder* e della società nel suo complesso. Tale legittimazione non è un aspetto secondario, ed è essenziale per la strategia di investimento. Conquistare la fiducia di tutti gli *stakeholder* è cruciale per individuare i *deal*, minimizzare i costi e, in definitiva, massimizzare i rendimenti.

In virtù del fatto che recentemente molti investitori hanno ormai riconosciuto queste caratteristiche, gli *asset* infrastrutturali sono diventati molto più costosi. Ciò significa che è necessario adottare diverse modalità di investimento per cercare di mantenere i rendimenti ottenuti in passato.

L'importanza della legittimazione

Tuttavia, per continuare a generare *alpha*, i fornitori di infrastrutture devono essere consapevoli del mutamento dei comportamenti sociali. Gli utenti e gli *stakeholder* riconoscono il **ruolo crescente degli investimenti privati nelle infrastrutture**, e le classi politiche sono sempre più desiderose di assicurare che tale valore sia condiviso, e che il futuro a lungo termine delle comunità sia garantito. Per essere legittimate, le infrastrutture devono apportare benefici, essere inclusive e riflettere una prospettiva a lungo termine.

In tutta Europa, il dibattito attorno alla legittimità del ruolo delle società di investimento private che costruiscono infrastrutture a uso pubblico diventa sempre più acceso. In alcuni Paesi, le autorità di regolamentazione hanno cominciato a definire una serie di **norme basilari su come ripartire valore e opportunità tra investitori e utenti**. I progetti estemporanei sono sempre più biasimati e i fornitori di queste strategie potrebbero essere esclusi da future operazioni infrastrutturali.

Conquistare la fiducia degli stakeholder e della società

Vauban, una società del gruppo Natixis Investment Managers, è un gestore di infrastrutture *Core*. Sono infrastrutture per le quali ci sarà sempre richiesta, indipendentemente dall'andamento dell'economia e da come si evolvano le priorità politiche. Si occupa della costruzione e della manutenzione di progetti infrastrutturali nei settori dei trasporti e dei servizi di pubblica utilità, di infrastrutture sociali come scuole e ospedali, e di infrastrutture digitali come le reti in fibra ottica.

Quattro settori principali:

1. **Trasporti** (reti tranviarie e autostradali, parcheggi e linee ferroviarie ad alta velocità): 402 km di autostrade, Oltre 44.000 utenti stradali l'anno, 20.000 passeggeri ferroviari l'anno;
2. **Servizi di pubblica utilità** (reti di teleriscaldamento, trattamento delle acque, rifiuti e reti elettriche): oltre 13.000 km di reti elettriche, 554 Gwh/anno di rete elettrica;
3. **Infrastrutture sociali** (edifici governativi, ospedali, scuole, università, ecc.): 2.000 posti letto ospedalieri, 98.000 posti negli istituti di insegnamento;
4. **Infrastrutture digitali** (reti in fibra ottica, data center, ecc.): 15.000 km di fibra ottica, +6 milioni di accessi FTTH in Francia.

Fonte: Brochure Vauban 2019

Il radicamento degli investimenti nel tessuto sociale, quindi la sfida della legittimazione, è importante tanto quanto la ricerca delle modalità per lavorare proficuamente con i *partner* industriali, il settore pubblico e gli utenti finali per trovare soluzioni a lungo termine volte a colmare i *gap* infrastrutturali. Ad esempio, la possibilità di lavorare in armonia con i *partner* industriali consente di **impiegare i**

fondi tempestivamente, riducendo i costi per gli investitori e assicurando che essi ricevano un rendimento in tempi più brevi, in modo da poterlo reinvestire al più presto. Buone relazioni con le società industriali agevolano la risoluzione dei problemi e la definizione di tempistiche ragionevoli, e aiutano a trovare il giusto equilibrio nell'ambito dei negoziati finanziari, in modo che nessuna delle parti si senta defraudata. Anche se occorre tempo per sviluppare *partnership* industriali a livello locale, una volta costruite, esse diventano un'importante fonte di flussi di operazioni, consentendo di risparmiare tempo e denaro rispetto alla ricerca di *deal* attraverso le banche e altri intermediari.

La rilevanza di questi aspetti si riflette nell'operatività di Vauban dove un membro del *team* viene incaricato di standardizzare il monitoraggio degli *asset* e di assicurare che si adottino sempre le migliori pratiche. Inoltre, il *team* si assicura di essere sempre visibile: clienti e utenti si sentono rassicurati dalla prossimità. Ciò dimostra agli *stakeholder* la natura a lungo termine dei progetti, la sostenibilità della strategia e l'impegno è di lungo periodo. Nel complesso, gli obiettivi di rendimento dei fondi al momento in *fund raising* si attestano attorno all'8%-9% su 25 anni per gli investimenti *core* a lungo termine, a fronte di rendimenti che attualmente si situano attorno all'1% per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e del 2,5%-3,5%¹⁰ per le obbligazioni garantite *senior*.

Gli investimenti in infrastrutture core sono essenzialmente asset a lungo termine acquisiti in un'ottica *buy-and-hold*, la cui *performance* è trainata da flussi di cassa regolari.

Una strategia *buy-and-hold* a lungo termine dovrebbe ridurre il rischio associato agli investimenti in infrastrutture. **Acquistare e vendere asset regolarmente** può esporre gli investitori alla volatilità dei prezzi e dei tassi di interesse. Per contro, *asset core* a lungo termine offrono agli investitori sicurezza e rendimenti di lungo periodo, poiché i loro flussi di cassa sono stabili, diversificati e prevedibili.

Un'altra area strategica sono gli *asset* infrastrutturali del *mid-market*. Un portafoglio di *asset* di dimensioni più contenute richiede risorse di investimento diversificate. Questo segmento è ritenuto meno interessante dalla maggior parte degli operatori di mercato che non sempre dispone della varietà di competenze richieste. Di conseguenza, la domanda di questi *asset* è più limitata e il segmento non ha risentito del forte aumento dei prezzi registrato dagli *asset* infrastrutturali più grandi.

Il *mid-market* per le sue dimensioni ridotte è considerato un mercato di nicchia che richiede risorse, esperienza, competenze ed impegno.

Una nuova prospettiva sull'ESG

La vicinanza del *team* di Vauban agli *asset* e agli *stakeholder* offre un ulteriore vantaggio: la profondità del suo approccio ESG. Poiché il *team* era precedentemente in forza a Mirova (altra società affiliata di *Natixis Investment Managers*), specialista e pioniere degli investimenti sostenibili in Europa, non sorprende che l'ESG rappresenti una priorità nell'ambito dei suoi *deal* infrastrutturali. In effetti, Vauban ha trasferito le solide competenze acquisite nell'ESG nel settore infrastrutturale e, in questo ambito, le ha portate a un livello superiore, monitorando più approfonditamente l'impatto ESG sugli *asset* infrastrutturali. Per citare un esempio, la metropolitana di Malaga è stato un tipico investimento a lungo termine e di *mid market* effettuato dal *team* di gestione. Supportato dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI), l'*asset* comprende una rete di metropolitana leggera con due linee e 17 stazioni. È entrato in funzione nel 2014. Il flusso di entrate è stato ibrido: la metà degli incassi dall'autorità pubblica di Malaga e l'altra metà dalla domanda dei viaggiatori. Si classifica molto bene in termini di performance ESG (*Environmental, Social and Governance*), data la sua forte utilità

¹⁰ Fonte: Bloomberg.

pubblica e le basse emissioni di carbonio. Il fondo detiene una quota del 24,7% *dell'asset*, con un rendimento netto obiettivo del 12,7%¹¹.

In che modo le infrastrutture possono aumentare il rendimento di portafoglio

L'investimento in capitale di rischio infrastrutturale può aiutare gli investitori di lungo termine, come le assicurazioni e i Fondi Pensione, a far fronte alle proprie passività. I maggiori rendimenti attesi possono **sostituire o integrare il portafoglio obbligazionario tradizionale**, dove i rendimenti attuali potrebbero non essere sufficienti per far fronte alle passività. È particolarmente interessante per le compagnie assicurative per le quali la “*capital charge*”, ai sensi della direttiva *Solvency II*, è inferiore: il requisito patrimoniale di solvibilità (SCR) è solo del 30% (in alcuni casi specifici può arrivare anche al 22%) rispetto al 49% per la maggior parte degli investimenti in *private equity*. Questo fa sì che ci sia un forte appetito da parte degli investitori istituzionali europei, ma la domanda di strategie infrastrutturali specialistiche sta guadagnando forza anche negli Stati Uniti e in Asia, dove gli investitori stanno sempre più cercando di diversificare i loro portafogli. In Australia e Canada, dove sono presenti fondi pensioni sofisticati e di grandi dimensioni, *l'asset class* infrastrutture è presente in maniera stabile da molti anni.

Conclusione: sii pratico, sii innovativo

Nell'attuale contesto di bassi tassi di interesse, i fondi che investono in *Equity Infrastructure* possono accedere a **rendimenti stabili rispetto alle tradizionali classi** di attività azionarie e a reddito fisso. Il valore può essere estratto accedendo a operazioni di *mid-market* con un grande potenziale di lungo termine. A tal fine, gli investitori hanno bisogno di notevoli capacità: *track record*, comprovata esperienza e risorse umane specializzate. Un approccio innovativo e personalizzato è essenziale per strutturare progetti complessi cercando di estrarre il massimo valore con il minimo rischio.

5.7 Space Capital Club

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

Space Capital Club (“SCC”) è la nuova iniziativa lanciata da *Space Holding* nell’ambito del *private capital*, con una dotazione iniziale pari a 200 milioni di euro fornita da un gruppo selezionato di investitori altamente qualificati.

Il *team Space* comprende il gruppo di professionisti che, con una combinazione di competenze altamente complementari, diede vita a *Space Holding* nel 2013, e, in occasione del lancio di SCC, amplia il proprio bagaglio di esperienze portando a bordo tre specialisti in tre ambiti estremamente rilevanti per l’iniziativa (*digital transformation, healthcare products & services e family business*), il cui contributo andrà a rafforzare significativamente la capacità di *execution* del *team Space* maturata nel tempo nei settori *industrial* e *consumer*.

La base di investitori di SCC è rappresentata da **circa 35 investitori, principalmente imprenditori italiani**, che agiscono direttamente o tramite *family office*, e due investitori istituzionali (un fondo pensione e una società d’investimento quotata). Gli investitori hanno un ruolo attivo nella fase decisionale relativa alle proposte di investimento portate avanti dal *team Space*, con i cinque più grandi investitori (che rappresentano circa i 2/3 del capitale) rappresentati all’interno del comitato d’investimento di SCC.

¹¹ I dati forniti si riferiscono a esercizi precedenti e l'andamento passato non è indice di performance futura.

La proposizione di SCC è quella di individuare opportunità di investimento in Italia e all'estero: aziende eccellenti, *leader* nel proprio mercato di riferimento, affermate a livello internazionale e caratterizzate da un elevato potenziale di crescita. SCC si pone come il *partner* ideale per affiancare imprenditori e *manager* ambiziosi, interessati a confrontarsi con il mercato dei capitali, apportando nuove risorse di capitale e facendo leva sull'esperienza, unica e caratterizzante di *Space Holding*, **nell'accompagnare aziende meritevoli e con prospettive di lungo termine nel complesso percorso verso lo sbocco sul mercato.**

SCC ha un orizzonte temporale previsto di tre anni per l'impiego dei capitali raccolti, i quali verranno prevedibilmente impiegati dal *team Space* in non più di 5 investimenti. La dimensione indicativa di ciascun investimento promosso da SCC sarà tra i 30-100 milioni di euro, mirati a quote sia di minoranza che di maggioranza a seconda del contesto, da strutturarsi di volta in volta con la flessibilità, in termini di strumenti utilizzati, necessaria e funzionale alle esigenze della società *target*. SCC predilige un atteggiamento non invasivo in termini di *governance*, ponendosi come partner focalizzato nell'aiutare il *management* in aree strategiche ben definite, e fungendo da "palestra" per educare la società a relazionarsi con un gruppo di investitori sofisticati in un ambiente privato, e quindi protetto, in vista dello sbarco su un listino azionario nel medio termine, avendo ben chiaro quanto questo passaggio comporterà in termini di *reporting*, *compliance* e *investor relations*, con risvolti complessi e nuovi da gestire, essendo peraltro esposti alle continue fluttuazioni e volatilità dei mercati.

Funzionamento

SCC nasce sulla struttura dei cosiddetti *pledge fund*, piattaforme per investimenti in *private capital* in cui gli investitori (o membri), i quali aderiscono tramite un *soft commitment*, che a differenza dei tradizionali fondi di *private equity* in cui gli investitori partecipano per mezzo di un *hard commitment*, **non vincola l'investitore a prendere parte a ogni investimento.**

Nel caso di SCC l'investitore è tenuto a versare una *fee* di partecipazione al *club*, in proporzione al proprio *soft commitment*, nella forma di aumento di capitale all'interno di una *origination company*, che, oltre a stabilire le quote dei membri del *club*, servirà come centro di costo per le attività di *due diligence* preliminare e per i costi di struttura.

Il *team* di promotori, che partecipa all'iniziativa tramite un *hard commitment*, è responsabile dell'attività di *origination* e *screening*. Una volta individuata un'operazione ritenuta interessante e che rispetti i criteri d'investimento, il CdA del *club* sottopone il *dossier* al comitato d'investimento, il quale sarà chiamato a esprimere un'opinione. Una volta passata per il CdA e per il comitato investimenti, se la bontà dell'opportunità è validata, viene sottoposta ai membri del *club*.

Gli azionisti dell'*origination company* (i membri del *club*) verranno quindi di volta in volta chiamati a decidere se partecipare o meno alle opportunità d'investimento individuate dal *team* di promotori. Gli investitori interessati avranno la facoltà di sottoscrivere un ammontare pari al pro-quota della propria partecipazione nell'*origination company*. Gli investitori avranno anche la flessibilità di sottoscrivere un ammontare inferiore al pro-quota oppure superiore, tramite sottoscrizione dell'eventuale inoptato.

A questo punto se l'opportunità proposta dal *team* di promotori ha raccolto adesioni sufficienti a effettuare l'operazione, viene creata una *special purpose vehicle* ("SPV") capitalizzata dagli investitori che hanno aderito, che sarà utilizzata per effettuare l'investimento nella società *target*.

All'*exit* (ovvero al verificarsi di un evento di liquidità) la SPV verrà messa in liquidazione, distribuendo agli azionisti i proventi derivanti dalla vendita. In caso di *exit* tramite IPO, gli azionisti della SPV avranno la possibilità di scegliere se monetizzare o vedersi distribuite le azioni della società quotanda, mantenendo la flessibilità di poter rimanere investiti nella *target*.

Conclusioni

SCC, e altre piattaforme simili che stanno prendendo piede sul territorio nazionale, con la loro struttura, si pongono come strumenti particolarmente adatti a investitori istituzionali, quali i Fondi Pensione, interessati ad allocare parte delle proprie masse gestite a investimenti in economia reale. Diversamente dai fondi di *private equity* tradizionali, consentono infatti di investire direttamente nelle singole società *target* ed eventualmente di offrire ad alcune di queste società, piccoli gioielli imprenditoriali con prospettive di crescita, che vanno ben oltre al periodo di investimento previsto, una soluzione di capitale permanente attraverso un percorso mirato alla quotazione di tali società che possa godere di una continuità, quanto meno parziale, della base di investitori istituzionali. Partecipando al percorso prefigurato, l'investitore istituzionale socio del *club* potrebbe beneficiare di un ingresso preferenziale nel capitale della società *target*, apportando le proprie risorse in una fase ancora di sviluppo e conoscendo assai da vicino la società investita, potendo poi cogliere appieno l'espressione massima del valore del proprio investimento nel tempo sul mercato azionario.

6. Le Piccole e Medie Imprese

Il presente capitolo è dedicato infine a una breve sintesi delle caratteristiche societarie e delle modalità attraverso cui le tre PMI presentate durante i Tavoli di Lavoro hanno approcciato il reperimento di finanza alternativa. **Si chiude così quel potenziale circolo virtuoso** tra capitali istituzionali, prodotti finanziari per investire nell'economia reale e le piccole e medie imprese italiane che potrebbero beneficiarne.

6.1 Acerbis Italia S.p.A.

Stefano Pedrini, Chief Financial Officer Acerbis Italia S.p.A.

Acerbis Italia S.p.A., azienda familiare costituita ad Albino, in provincia di Bergamo nel 1973 dalla passione e dalla competenza di Franco Acerbis, è *leader* nella progettazione e nella realizzazione di componenti in plastica per motociclette e per applicazioni industriali e nel *design* e distribuzione di abbigliamento sportivo. Con oltre 300 dipendenti, ha 2 impianti produttivi (Italia e Repubblica Ceca) e 4 sedi commerciali (Italia, Repubblica Ceca, UK e USA) che permettono la distribuzione di prodotti a marchio Acerbis in oltre 90 Paesi nel mondo. Ha recentemente acquisito *Cycra Inc.*, società americana con sede in *North Carolina*, attiva nella produzione e commercializzazione di accessori per motociclette da fuori strada. Fra i principali clienti che la società annovera, ci sono: BMW, Ducati, KTM, Gruppo Piaggio e Dorna e in ambito calcistico Heracles Almelo (Paesi Bassi), F.C. Lugano (Svizzera) e in Italia US Cremonese e Spezia Calcio.

Nel 2018 ha emesso il suo primo strumento obbligazionario quotato su ExtraMOT per un valore nominale complessivo di 3 milioni di euro e durata 5 anni. Il processo di avvicinamento ai mercati di capitale è partito 18 mesi prima l'emissione, periodo in cui la società **si è preparata a un'interlocuzione trasparente e responsabile con i mercati**, redigendo il piano industriale e introducendo pratiche di *governance* più allineate agli *standard* internazionali.

L'emissione ha consentito alla **società di migliorare la propria serenità da un punto di vista finanziario e di effettuare investimenti ambiziosi e funzionali alla propria crescita.**

La società continuerà nel percorso avviato e affiancherà a strumenti di finanziamento tradizionali strumenti di mercato.

Strumenti emessi e quotati:

ACERBIS TF 3,75% FB23 AMORT CALL EUR (ISIN: IT0005324469)

- *Outstanding*: 3.000.000 EUR

- Data di Emissione: 28/02/2018

- Data di scadenza: 28/02/2023

- Rimborso: *Amortizing*

6.2 Avio S.p.A.

Alessandro Agosti, Chief Financial Officer Avio S.p.A.

Avio è un'azienda aerospaziale, **leader nello sviluppo e nella produzione di lanciatori spaziali**. Occupa direttamente in Italia e all'estero circa 1.000 persone e nel 2018 ha realizzato ricavi per 389 milioni di euro.

Avio è approdata alla **quotazione nell'aprile del 2017 attraverso una “business combination” con una SPAC**: oggi è quotata sul segmento STAR della Borsa Italiana con una capitalizzazione di mercato di 370 milioni di euro e un flottante pari a circa il 65% della capitalizzazione.

Attraverso la quotazione, Avio ha voluto perseguire diversi obiettivi: innanzitutto disporre di un accesso rapido e flessibile al mercato dei capitali; poi configurarsi come una “*public company*”, senza un socio di controllo, e con la maggioranza del capitale come flottante sul mercato, aumentando in tal modo la visibilità sia a livello nazionale che internazionale; far leva sulle valutazioni e sugli *input* della comunità finanziaria per migliorare i propri risultati e per un'allocazione ottimale delle risorse, stimolando la crescita anche culturale dell'azienda e farla divenire un *player* di riferimento nel proprio settore di appartenenza.

A quasi 3 anni dalla quotazione, Avio può ritenere raggiunti i suoi obiettivi. Può vantare lo sviluppo di una forte cultura aziendale, che ruota intorno alla presa di coscienza della centralità di alcune attività connesse alla quotazione in borsa. Tra queste, la crucialità delle attività di “*Investor Relations*” per far percepire in modo appropriato agli *stakeholder* esterni all'azienda le principali dinamiche del *business*, nonché per promuovere l'investimento nel *brand* attraverso la gestione dei rapporti con gli analisti di settore. Nelle prime fasi dalla quotazione, il processo di maturazione della gestione della comunicazione ha portato una certa pressione in termini di tempestività nei tempi di comunicazione e di sensibilità del contenuto informativo, ma ora **Avio può contare su una funzione preposta alla gestione della comunicazione verso l'esterno che è tempestiva, accurata ed efficace**. La comunicazione è utile non solo verso l'esterno, ma anche all'interno dell'azienda. La cultura aziendale e il senso di **coesione tra i dipendenti sono favoriti inoltre dal coinvolgimento e dalla libera partecipazione dei dipendenti all'azionariato**.

In effetti, l'accresciuta frequenza della rendicontazione periodica, combinata con la tipologia di *business* tipicamente a lungo termine di Avio, potrebbe comportare il rischio di un appesantimento della gestione dei processi di amministrazione e della fornitura alla comunità degli investitori di informazioni su andamenti di breve periodo, in certi casi poco rappresentativi del trend della performance aziendale. È tuttavia utile sottolineare come la **trasparenza e la disponibilità di informazioni finanziarie pubbliche portano vantaggi anche in caso di “due diligence”** propedeutiche all'ottenimento di finanziamenti o per il soddisfacimento di requisiti di partecipazione a bandi e gare.

La definizione e la gestione con rigore di alcuni organi aziendali, lo sviluppo di procedure e processi aziendali in ambito amministrativo e legale che, in certi casi, potrebbero apparire eccedenti rispetto alle dimensioni di *business* tipici delle piccole e medie aziende, **hanno portato infine a un consolidamento della struttura di governance**.

6.3 SVAS Biosana S.p.A.

Andrea Efficace, Responsabile Amministrazione e Finanza Svas Biosana S.p.A.

Fondata nel 1972, Svas Biosana SpA è un importante operatore del mercato dei dispositivi medici, delle apparecchiature medicali e dei farmaci iniettabili. **Il Gruppo è impegnato sia nella produzione che nella commercializzazione di prodotti a marchio proprio e di terzi.**

Il gruppo ha raddoppiato il fatturato negli ultimi 10 anni attraverso una mirata politica di acquisizioni e un'attenta strategia di crescita per linee interne. Copre l'intera filiera di settore, produzione, *procurement* e gestione diretta del cliente. La conoscenza delle dinamiche evolutive dei bisogni del cliente rappresenta il principale fattore strategico del Gruppo.

Con *Headquarter* in Somma Vesuviana (NA) e 9 società controllate tra Italia, Slovenia, Croazia, Bosnia Erzegovina e Serbia, **il Gruppo fattura circa 100 milioni di euro, è organizzato in 4 siti produttivi, 7 poli distributivi e impiega poco meno di 500 addetti.**

I progetti di sviluppo del Gruppo transitano attraverso una crescita per linee interne mediante lo sviluppo di un portafoglio sempre di grande valore, e per linee esterne, per la quale il Gruppo ha un solido *track record*, avendo dimostrato di saper integrare e valorizzare le sinergie con le società acquisite.

SVAS Biosana in ELITE

SVAS Biosana, parte di ELITE dall'Aprile 2012, è una delle primissime società a entrare a far parte del Network e consegue il certificato nel novembre 2014. Successivamente **partecipa a ben due dei Basket Bond strutturati da ELITE**. Con la prima operazione – Basket Bond 1 – chiusasi a dicembre 2017, **raccoglie risorse allo scopo di sostenere la crescita organica della società (CAPEX)**. Successivamente partecipa a una seconda operazione (Aprile 2019), sempre secondo il meccanismo del Basket Bond, che in questo caso ha visto la partecipazione di SACE come garante, tramite il quale effettua una seconda raccolta al fine di perseguire i seguenti obiettivi: **(i)** sviluppo di nuovi prodotti conseguenti ad investimenti in R&S al fine di rafforzare la competitività della società sui mercati globali; **(ii)** sviluppo di mercati con potenziamento della presenza commerciale nei Paesi dell'Est Europa, America, Africa; **(iii)** sviluppo del *business* attraverso operazioni di M&A e JV.

7. Riflessioni conclusive

Davide Squarzoni, Amministratore Delegato Prometeia Advisor Sim

Anche quest'anno gli amici di Itinerari Previdenziali e di Borsa Italiana mi hanno dato l'onore e l'onere di trarre qualche spunto dalle sessioni del Tavolo di Lavoro 2019 sull'economia reale italiana. Per farlo cercherò di ripartire da “dove eravamo rimasti” nelle conclusioni del “Quaderno di approfondimento 2019”, per poi descrivere quanto accaduto nel corso del 2019 sui temi che erano emersi e trovando poi qualche intersezione con i *take away* del Tavolo di quest'anno.

Come ricorderete, il principale tema emerso nella prima edizione del Tavolo era la necessità di darsi delle definizioni. In tutta sincerità, non mi pare si siano fatti particolari passi avanti da un anno all'altro: mantenendo il parallelo con il sempre più pressante tema SRI/ESG, è **molto complicato darsi delle “tassonomie”**, tanto più su aspetti soprattutto qualitativi e difficilmente misurabili, da inquadrare in un contesto normativo e di mercato quantomeno europeo.

Inutile, a nostro avviso, temporeggiare ancora sul tema definitorio. Alessandra Franzosi e i suoi colleghi del gruppo di lavoro “*Project me*” di Borsa Italiana, nelle Conclusioni del Capitolo 2 di questo Quaderno, tracciano la via per una definizione semplice, ma proprio per questo efficace, di **investimento “domestico”**: *asset della nazione nella quale l'investitore è basato, che ha come contraltare il concetto di “home bias” a livello internazionale*. Tale investimento domestico, poi, si può declinare in una **componente liquida** (guidata dalla normativa UCITS) - “azionario pubblico e obbligazionario governativo e (*large corporate*) *investment grade*” – oppure su tutto **l'ampio spettro degli investimenti illiquidi**, detti “alternativi” e fondati sulla normativa (AIMFD).

Questo assetto definitorio permette di confrontare lo “*home bias*” degli investitori istituzionali italiani con quello dei colleghi stranieri, sia in termini quantitativi (in media più basso, ma in crescita mentre altrove è in calo), sia in termini qualitativi (concentrato sui titoli di Stato, partecipazioni strategiche (?) e immobiliare, in una logica più di “rendita” che di “reddito”).

Soddisfatti da questo minimo comun denominatore definitorio possiamo fare un passo oltre. Gli amici di Borsa ci ricordano che lo “*home bias*” sugli investimenti liquidi dei Fondi Pensione (ma non solo) è in “significativa riduzione” ovunque tranne dove “l'investitore istituzionale domestico viene esplicitamente ingaggiato a sostegno dell'economia del Paese dalle Istituzioni”, come ad esempio in Francia. Viceversa, gli **investimenti alternativi crescono nel mondo** e mostrano una preferenza per l'investimento domestico, ma presentano anche una serie di vincoli per potervi avere accesso.

Queste evidenze empiriche richiamano alla mente le altre due considerazioni conclusive del Quaderno 2019: **la condivisione di percorsi tra più investitori** e l'importanza di un'interlocuzione qualificata e sistematica degli investitori con le Istituzioni. Ebbene, nel corso dell'ultimo anno i fatti hanno dimostrato che “si-può-fare”. Due sono le esperienze concrete da riportare brevemente in queste considerazioni conclusive, e in entrambe *Prometeia Advisor* ha avuto e riveste tuttora il ruolo di facilitatore, prima ancora che di *advisor* finanziario.

Il primo caso di studio è il “**Progetto Iride**”. Nel mese di marzo 2019 è stato pubblicato, sul sito www.progettoiride.eu, il bando per la selezione di un Gestore di Fondi di Investimento Alternativi (GEFIA) cui affidare mandati di gestione specializzati nel *private equity* a beneficio di cinque Fondi Pensione: Foncer, Fondenergia, Fondo Gomma Plastica, Pegaso e Previmoda. I Fondi coinvolti, nel complesso, amministrano oltre 6 miliardi di euro per conto di quasi 170.000 aderenti. Il GEFIA sarà chiamato a selezionare **fondi di *private equity* che investano in prevalenza in Europa, con quota significativa di società residenti in Italia**, e che siano focalizzati su strategie *growth* e *buy-out*.

La selezione del GEFIA è stato soltanto una delle fasi del progetto, la classica punta dell'*iceberg*: si è partiti a metà 2018 con un **lungo percorso di formazione**, seguito da **analisi specifiche sui flussi di cassa prevedibili** per ogni Fondo pensione, al termine delle quali è stato possibile quantificare le risorse potenzialmente investibili in *asset* illiquidi; a fine 2019 si stanno ultimando le delibere di affidamento dei mandati da parte di ciascun fondo pensione, con la contestuale impostazione di un efficace sistema di monitoraggio dei rischi degli investimenti illiquidi.

Prometeia Advisor Sim ha raccolto con entusiasmo e determinazione la sfida lanciata dal Presidente di Previmoda, Roberto Arioli: passare dalle (tante) parole ai fatti e supportare il Tavolo di Lavoro congiunto tra Fondi Pensione, con l'obiettivo di facilitarne l'investimento nei *private market*. Il valore aggiunto di un'iniziativa "consortile" risiede nelle sinergie che ne derivano in fase di studio preliminare, di processo di selezione e di implementazione di uno specifico presidio dei rischi.

Il Progetto Iride nasce quindi da questo obiettivo ambizioso ed è stato possibile solo grazie all'impegno e alla fattiva collaborazione degli amministratori e delle strutture operative dei Fondi Pensione coinvolti. Ogni Fondo ha quindi elaborato un *business plan* per verificare la sostenibilità dell'investimento, l'impatto sulla redditività di medio termine, la quantificazione della *j-curve* e l'impatto sui costi dei comparti interessati. Questo nuovo approccio all'*asset allocation* strategica, **non più statica ma inclusiva dei flussi di cassa anche legati alla gestione previdenziale**, è indispensabile anche per monitorare in seguito la bontà degli investimenti rispetto alle aspettative.

I Fondi hanno poi maturato la convinzione che una gestione delegata fosse la soluzione più adeguata per approcciarsi al mondo dei *private market*, non escludendo comunque ulteriori investimenti anche diretti in futuro. Il bando ha ricevuto molta attenzione da parte del mercato: 20 le società che si sono candidate, sia domestiche sia internazionali. Valutate quindi le offerte tecniche, i contenuti delle audizioni e le offerte economiche, i Fondi Pensione hanno deciso di assegnare l'incarico a Neuberger Berman.

Il secondo caso di studio è il "**Progetto Economia Reale**". Il 2 dicembre scorso, durante la sua assemblea annuale, **Assofondipensione** (che riunisce trenta fondi istituiti nei principali comparti produttivi, con tre milioni di lavoratori iscritti e un patrimonio complessivo di quasi 56 miliardi di euro) ha annunciato di essere *sponsor*, **insieme a Cassa Depositi e Prestiti (CDP), di una "piattaforma" volta a consentire ai Fondi Pensione contrattuali** (in primis agli Associati, ma non solo a loro) **di investire in una logica di Partenariato Pubblico Privato** e a condizioni migliori di quelle reperibili sul mercato in strumenti alternativi gestiti con sottostanti titoli di debito ed *equity* emessi da imprese italiane, oltre che su infrastrutture del Paese, in particolari quelle con finalità sociale. Tale innovativa piattaforma sarà gestita dal Fondo Italiano Investimenti SGR (FII), ora controllato da CDP e con un *track record* di rilievo nell'*italian investing*, con il supporto tecnico di *Prometeia Advisor* quale fiduciario di entrambi gli *sponsor* del progetto.

Oltre che per la natura totalmente domestica degli investimenti, il progetto si caratterizza anche per la rilevanza che vuole assumere, puntando a coagulare 500 milioni di euro dal sistema dei Fondi Pensione, in aggiunta allo stesso importo che sarà allocato da CDP. Altri elementi distintivi sono: **costi molto competitivi**, benché l'investimento avvenga in fondi di fondi, facilitazioni alla gestione della liquidità propedeutica ai richiami, ritorni asimmetrici per una quota degli investimenti in *private debt*, **governance partecipativa**, *reporting best in class*, **rigorosi e specifici criteri ESG** sia per il fondo di fondi che per i fondi sottostanti (con specifica indicazione di *engagement* per i temi attinenti alla *compliance* delle aziende verso la previdenza complementare e più in generale al *welfare* dei lavoratori).

Riteniamo questo progetto, che definiremmo “di sistema senza per questo non essere di mercato”, di grande rilievo istituzionale e di auspicabile successo in termini di numerosità e rilevanza dei Fondi Pensione che vi aderiranno. Continuiamo a credere che non si possa prescindere da un significativo e non estemporaneo intervento dei **capitali istituzionali a supporto dell’economia italiana** per potere chiedere incentivi fiscali e ampliamento degli eventuali limiti quantitativi di investimento a un Legislatore lungimirante.

Oltre ai capitali da investire, non va dimenticata la **rilevanza strategica per il nostro Paese di mettere a disposizione di questi capitali asset di qualità e in adeguata quantità**, siano essi quotati su mercati finanziari pubblici, oppure opzioni per i *private market*. Per questo, come già ricordavamo lo scorso anno, riteniamo che nel “Progetto Economia Reale” vada coinvolta quanto prima ELITE, la piattaforma internazionale (ma con un’anima molto nazionale) del *London Stock Exchange Group* dedicata alle aziende ad alto potenziale di crescita, che ha raggiunto quota 1341 aziende, di cui 834 italiane, per oltre 96 miliardi di euro di ricavi e più di 560 mila dipendenti¹².

Solo favorendo in modo professionale e continuativo la conoscenza reciproca e il dialogo tra le imprese e gli investitori istituzionali – anche grazie ai temi ESG e di sostenibilità che stanno creando un comune terreno di confronto diretto – si potrà avere un mercato meno asfittico e opportunistico, **creando le condizioni per non lasciare in gran parte in mano ai capitali esteri le eccellenze domestiche**, e anzi per attrarre sempre più risorse europee e globali per le infrastrutture materiali e immateriali del nostro Paese.

¹² Fonte: ELITE Borsa Italiana, dati aggiornati a dicembre 2019.

