

La Gestione dei Portafogli Previdenziali
L'Approccio di Prometeia

Davide Squarzoni^{*} *Francesco Pattarin*[†]

Giuseppe Patriossi^{*} *Andrea Nanni*^{*}

Giugno 2006

INDICE GENERALE

1. Le strategie di investimento Core-Satellite	1
<i>Francesco Pattarin e Andrea Nanni</i>		
2. La gestione previdenziale nella prospettiva Asset&Liability Management: il modello ReCS	9
<i>Davide Squarzoni e Francesco Pattarin</i>		
3. Architettura di portafoglio e processo di investimento negli enti previdenziali: il caso ENPAPI	13
<i>Giuseppe Patriossi e Davide Squarzoni</i>		

^{*} Prometeia - Asset Management Advisory.

[†] Università di Modena e Reggio Emilia - Dipartimento di Scienze Sociali, Cognitive e Quantitative; CEFIN - Centro Studi di Banca e Finanza.

1. Le strategie di investimento Core-Satellite

Francesco Pattarin e Andrea Nanni

Il rendimento che si può conseguire da un investimento finanziario è tanto maggiore quanto più elevato è il rischio che questo comporta. Tra i pochi principi corroborati dalla riflessione teorica e dalla ricerca empirica, questo gode senz'altro del più ampio consenso e ha riscontro nell'esperienza comune. È un'implicazione ineludibile del presupposto sensato che le persone siano avverse al rischio e che quindi si aspettino di ottenere un premio di rendimento tanto più alto quanto più incerto è l'esito dei propri investimenti, e trova riscontro nei dati storici di rendimento relativi ai principali mercati dei capitali mondiali¹.

Se è il rischio che spinge il rendimento, i gestori del risparmio, in particolare in ambito previdenziale, sono consapevoli che si tratta di una risorsa da utilizzare con parsimonia. Le finalità degli investimenti pensionistici, il carattere della delega ricevuta dai partecipanti e i vincoli di natura istituzionale comportano che la capacità di assumere rischio e la tolleranza verso lo stesso siano necessariamente basse. Nonostante l'orizzonte dell'investimento previdenziale sia di lungo periodo, di fatto la possibilità di sfruttare la diversificazione temporale è limitata dai gravi effetti che perdite significative possono avere sulla sostenibilità dello schema pensionistico nel breve periodo e sulla fiducia che i partecipanti e gli altri *stakeholders* ripongono nella gestione. Le prospettive di rendimento di inizio millennio, sensibilmente più modeste di quelle che hanno caratterizzato il secolo scorso², non contribuiscono certo ad allentare la morsa che questi vincoli impongono alla gestione; semmai, rendono più difficoltoso conciliare l'obiettivo di assicurare prestazioni future adeguate a sostenere il tenore di vita dei beneficiari con quello di proteggere il capitale investito da perdite di breve periodo.

Alla luce di queste considerazioni è evidente come il controllo dei rischi di portafoglio, la ricerca di opportunità di rendimento poco (o per nulla) sfruttate e il contenimento dei costi della gestione siano divenute i temi dominanti fra gli investitori istituzionali, complici anche la crisi recente di numerosi schemi pensionistici aziendali nei paesi anglosassoni e la crescente attenzione verso la previdenza complementare e integrativa in Europa. Fra le soluzioni emerse negli ultimi anni per raggiungere quegli obiettivi, le strategie di investimento *Core-Satellite* hanno ricevuto notevole accoglienza da parte dei gestori previdenziali: lo scopo di questo capitolo è di riassumerne i tratti generali, individuandone le motivazioni concrete e le giustificazioni teoriche.

1.1 L'approccio Core-Satellite

Il rischio di un portafoglio gestito attivamente è determinato essenzialmente da due componenti: *market* e *active risk*. Il *market risk* è riconducibile all'andamento aggregato dei mercati dei capitali: in particolare, i segmenti più importanti dei mercati azionari, il mercato internazionale dei titoli di debito sovrano e, verosimilmente, del debito *corporate*, il mercato valutario. Su questi mercati operano soprattutto (o esclusivamente) gli investitori istituzionali e le principali banche di rilievo nazionale e internazionale che, per via della dimensione dei propri portafogli e delle *know-how* di cui dispongono, sono in grado di diversificare nel modo più efficiente i rischi che li caratterizzano. I volumi scambiati quotidianamente su questi mercati sono elevatissimi, assicurando di norma la

¹ Dimson E., Marsh P. e M. Staunton, *Triumph of the optimists: 101 years of investment returns*, Princeton University Press, 2002.

² Secondo diversi studi, il premio al rischio azionario è diminuito negli ultimi decenni; tra questi: Fama E. e K. French, "The Equity Premium", *Journal of Finance*, LVII(2), 2002; Harris R.S. e F.C. Marston, "The market risk premium: expectational estimates using analysts' forecasts", *Journal of Applied Finance*, 11(1), 2001; Claus J. e J. Thomas, "Equity premium as low as three percent: evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets", *Journal of Finance*, LVI(5), 2001.

formazione di prezzi significativi e ampia liquidità. Di conseguenza, le remunerazioni che ci si può attendere investendo in queste *asset class* (in eccesso ai rendimenti di mercato monetario) coincidono con i rispettivi premi al rischio; “battere” questi mercati è un’impresa estremamente ardua e ripetibile di rado in modo sistematico.

Alla componente di *active risk* contribuiscono i rischi specifici di quegli investimenti che il gestore intraprende perché ritiene possano fruttare rendimenti superiori rispetto al premio al rischio di mercato, ossia che “generino Alfa”. Il successo di questa scelta, che comporta rischi ulteriori rispetto a quello di mercato, dipende principalmente da due fattori: dall’abilità del gestore e dalla presenza di opportunità di rendimento *extra* non completamente sfruttate.

Opportunità di investimento che siano profittevoli, pur garantendo una remunerazione sufficiente al gestore, sono molto rare nelle *asset class* tradizionali: una serie di studi relativi al mercato statunitense ha mostrato che le performance dei fondi comuni e dei fondi pensione sono in gran parte riconducibili a quelle dei relativi benchmark e che, nella gran parte dei casi, la gestione sottrae valore ai clienti perché produce rendimenti insufficienti a coprire i costi che comporta³. Questa evidenza empirica è estremamente importante: più che suonare la campana della gestione attiva, fornisce agli investitori l’indicazione cruciale di cercare Alfa tra le *asset class* alternative a quelle tradizionali, cioè: (1) in mercati o segmenti di mercato secondari rispetto a quelli sopra menzionati, in cui spesso liquidità e *price efficiency* sono decisamente inferiori e dove è possibile che il gestore ottenga informazione privata con significativo valore aggiunto rispetto a quella pubblica (che spesso è limitata) e (2) in mercati caratterizzati dalla partecipazione di operatori motivati da finalità non speculative. Per quanto riguarda gli investimenti azionario, alcuni esempi notevoli di *asset class* alternative sono il *private equity*, i mercati emergenti e i titoli a bassa capitalizzazione; nell’ambito obbligazionario, il segmento *high yield* e i prodotti strutturati. Alfa può altresì essere cercato tramite investimenti in *commodities* o legati ai mercati immobiliari. Siccome le competenze necessarie per investire su questi mercati sono spesso molto specifiche e non appartengono al profilo tipico del gestore previdenziale, l’inclusione delle *asset class* alternative in portafoglio passa quasi sempre attraverso la delega della gestione ad un intermediario specializzato⁴.

La dicotomia tra *market* e *active risk* come fonti distinte di rendimento e di rischio è alla base del *Core-Satellite Investing*. L’approccio consiste nella suddivisione del portafoglio in due componenti che assolvono funzioni specifiche. La componente *Core*, in cui viene allocata la maggior parte del capitale investibile, è dedicata alla replica del benchmark della gestione. Si tratta comunemente di investimenti diversificati in *asset class* tradizionali, il cui scopo è di generare i redditi e l’accrescimento di capitale per assicurare un livello minimo di prestazioni nel lungo periodo – al netto dei costi di gestione. La componente *Core* è esposta esclusivamente a *market risk* e viene gestita con particolare attenzione al contenimento dei costi, vuoi limitando il *turnover* degli investimenti diretti, vuoi ricorrendo a gestioni passive indicizzate.

Lo scopo della componente *Satellite* è di generare Alfa attraverso l’assunzione di *active risk*, e viene perseguito allocando il capitale residuo a prodotti gestiti o strutturati specializzati. Di norma questi investimenti presentano correlazioni molto basse rispetto a quelli *Core*, garantendo un

³ Brinson G.P., Hood R. e G.L. Beebower, “Determinants of portfolio performance,” *Financial Analysts Journal*, 42(4), 1986; Brinson G.P., Singer B.D. e G.L. Beebower, “Determinants of portfolio performance II: an update,” *Financial Analysts Journal*, 47(3), 1991; Ibbotson R. e P.D. Kaplan, “Does asset allocation policy explain 40, 90, or 100 percent of performance?” *Financial Analysts Journal*, 56(1), 2000.

⁴ Paul Kritzman ha argomentato che l’evidenza presentata negli studi citati alla nota precedente non testimonierebbe l’assenza di opportunità di profitto nelle *asset class* tradizionali, ma piuttosto la riluttanza dei gestori ad assumere i rischi necessari per sfruttarle, preferendo scelte di investimento che assicurino deviazioni minime dal benchmark (Kritzman P., “Asset Allocation vs. Security Selection: which matters more?”, *Economics and Portfolio Strategy*, January 2002). Diverse strategie di investimento di recente concezione, come l’*enhanced indexing* e la *Global Tactical Asset Allocation*, si propongono di sfruttare le inefficienze che persisterebbero nei principali mercati dei capitali. Si tratta di strategie piuttosto complesse, per cui è difficile prescindere, anche in questi casi, dalla delega a gestori specializzati.

beneficio di diversificazione al portafoglio complessivo. Il potenziale di *extra* rendimento e la riduzione del rischio devono essere tali da giustificare il maggior costo unitario della componente *Satellite* rispetto quella *Core*, dovuto alle commissioni generalmente elevate che si pagano sui prodotti finanziari specializzati.

Dal punto di vista dell'economia generale di portafoglio, l'approccio *Core-Satellite* apporta due importanti vantaggi. Il primo è il *fee arbitrage*, reso possibile dal fatto che i contributi di gestione attiva a passiva sono riconducibili in modo esclusivo a investimenti specifici: a livello di portafoglio i costi unitari sono contenuti, per via della diluizione del costo del *Satellite* che si consegue grazie all'allocazione di gran parte del capitale su strumenti *Core* a basso costo. In secondo luogo, la distinzione esplicita tra le fonti di *active* e *market risk* facilita e rende trasparente il processo di allocazione del rischio totale di portafoglio, consentendo un'implementazione efficace delle procedure di *risk budgeting*.

La Tavola 1 esemplifica la *cost effectiveness* e la capacità di controllo del rischio conseguibili tramite l'approccio *Core-Satellite*. Entrambe le strategie considerate presentano un vincolo di *tracking error volatility* del 4% rispetto a un benchmark composto in parte uguali da indici di mercato azionario e *government bonds*. Nel primo caso, l'intero capitale è investito in una gestione bilanciata che comporta commissioni del 2%: il mandato impedisce al gestore di superare il limite di TEV. La seconda strategia segue l'approccio *Core-Satellite*: due terzi del portafoglio sono allocati al *Core*, costituito per metà da un *exchange-traded fund* azionario e per metà da investimenti diretti in titoli di stato (con la stessa *duration* dell'indice di riferimento). I costi di gestione del *Core* sono di 20b.p. all'anno, la TEV è pari a un punto percentuale. Il restante 33% del capitale è destinato a un investimento *Satellite* non correlato al mercato, ad esempio un *hedge fund market-neutral*, con TEV del 12% , le cui commissioni sono del 4%.

Tavola 1 - Benefici dell'approccio Core-Satellite

STRATEGIE	INVESTIMENTI	COMMISSIONI	RISCHIO		PESI
			MARKET	TEV	
A	Gestione bilanciata	2.0	10	4	100.0
B	Core	0.2	10	1	67.0
	ETF Azionario	0.2	20	2	33.5
	Titoli di stato	0.2	4	0	33.5
	Satellite	4.0	0	12	33.0
	Portafoglio	1.6	7	4	100.0

Nota: tutti i valori sono espressi in percentuale.

Nonostante le commissioni del fondo *hedge* siano il doppio di quelle della gestione bilanciata, il costo del portafoglio *Core-Satellite* è inferiore di 40b.p., grazie alle commissioni ridottissime della componente *Core*. Il basso *tracking error* di quest'ultima consente altresì una allocazione non marginale di rischio *active*, pur rispettando il vincolo del 4%; di fatti, la TEV di portafoglio è pari a:

$$TEV(P) = \sqrt{(1-x)^2 TEV^2(C) + x^2 TEV^2(S)} = \sqrt{0.67^2 \times 0.01^2 + 0.33^2 \times 0.12^2} = 4\%$$

dove x indica il peso relativo della componente *Satellite*. Con alcuni semplici calcoli è infine possibile verificare che:

- il rischio totale di portafoglio della strategia *Core-Satellite* è

$$\sqrt{0.07^2 + 0.04^2} = 8\%$$

cioè inferiore di tre punti percentuali a quello della gestione bilanciata (11%);

- la proporzione del rischio totale allocato alla componente *active* (rappresentata dalla TEV) è del 25%, contro il 14% nella gestione bilanciata.

Il primo di questi risultati esemplifica il beneficio di diversificazioni che si può ottenere tramite l'investimento attivo non correlato su *asset class* alternative. Inoltre, la maggiore allocazione di *active risk* che emerge dal secondo risultato esemplifica come l'approccio *Core-Satellite* consenta di imporre ai gestori esterni vincoli di *tracking error* molto laschi. Questa maggiore flessibilità è senza dubbio vantaggiosa, poiché consente ai gestori delegati ampi margini di manovra per mettere a profitto le proprie abilità nella generazione di Alfa: in questo modo, l'*active risk* sostenuto dal portafoglio potrà essere più remunerativo.

1.2 Asset allocation e selection nelle gestioni Core-Satellite

La definizione concreta di una strategia *Core-Satellite* si attua decidendo (1) la composizione delle due componenti del portafoglio e (2) l'allocazione del capitale tra ciascuna di esse. Se la selezione degli investimenti *Core* e l'allocazione del capitale sono prevalentemente decisioni di *asset allocation*, nella composizione del *Satellite* è importante l'attività di *assets* o *managers selection*.

Il primo passo nella costruzione della componente *Core* consiste nell'identificazione dell'obiettivo di investimento in termini di *asset class* tradizionali. In ambito previdenziale, i criteri seguiti in questa fase variano principalmente a seconda che lo schema pensionistico sia a contribuzione o a prestazione definita, ma anche in ragione di specifici vincoli normativi, istituzionali o di mandato.

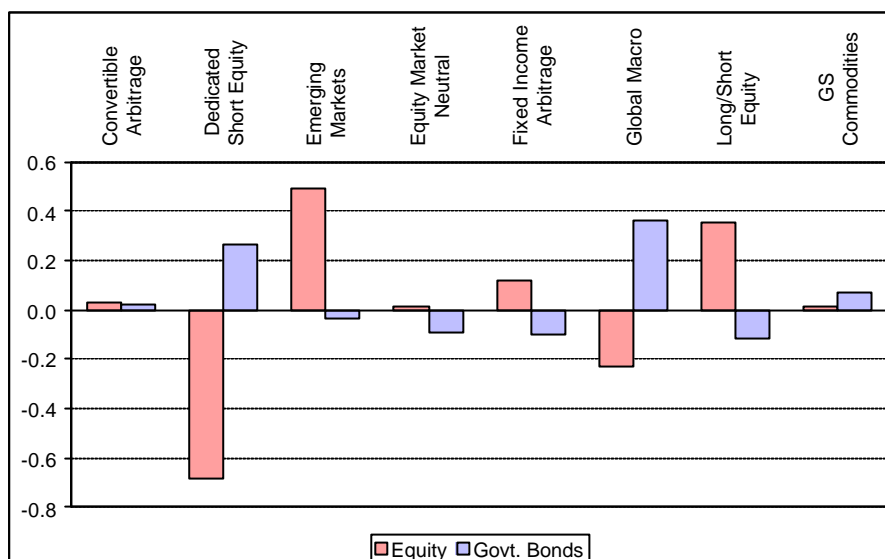
In termini generali, negli schemi a contribuzione definita il punto di riferimento è il benchmark del fondo o del comparto, cosicché il portafoglio *Core* risulterà da un *mix* di attività adeguato a riprodurne la composizione. Gli strumenti elettivi sono fondi di investimento indicizzati o ETF che replicano indici di mercato azionario (spesso *large cap*, talvolta *all shares*), obbligazionario (normalmente riferiti alle principali emissioni di titoli di stato) o monetario. Talvolta, gli investimenti vengono effettuati, in tutto o in parte, direttamente dal gestore; circostanza che si verifica più facilmente per quelli a reddito fisso. Pur adottando gli stessi strumenti, i gestori di schemi a prestazione definita prestano necessariamente maggiore attenzione agli aspetti di *Asset&Liability Management*, privilegiando spesso gli investimenti obbligazionari o monetari in un'ottica di *cash flow* e *duration matching*.

La componente *Satellite* è normalmente caratterizzata da investimenti specializzati, spesso riconducibili ad *asset class* alternative: fondi comuni o gestioni specializzate, *hedge funds* e prodotti strutturati (ad esempio ABS, CDO e CDS). In linea di principio, questi strumenti non dovrebbero essere correlati con la componente *Core*, in modo da apportare un significativo beneficio di diversificazione. Tale circostanza non trova sempre riscontro nella pratica, vuoi perché aspettative di Alfa rilevanti fanno premio su questo aspetto, vuoi perché i gestori sottovalutano la componente di *market risk* di certi strumenti.

A questo riguardo è illuminante la lettura della Figura 1, che riporta le correlazioni tra i rendimenti degli indici rappresentativi di alcune strategie tipiche degli *hedge funds* e di un investimento diversificato in *commodities* con i mercati azionario e obbligazionario dell'Area EMU. Se le *commodities* e alcune strategie *hedge* non sono praticamente correlate con entrambe le *asset class* tradizionali, per altre non è così. L'investimento sui mercati emergenti presenta una correlazione non trascurabile con l'azionario, così come la strategia *long/short equity*, che è chiaramente influenzata dalle scommesse direzionali dei gestori. La strategia *dedicated short* è addirittura una fonte di *hedging* verso l'azionario; presenta però una certa correlazione positiva con i titoli di stato, in quanto i rendimenti sono correlati con i tassi di interesse, che determinano il costo di finanziamento delle posizioni corte. Anche la strategia *global macro* è significativamente correlata,

benchè in direzioni opposte, con le *Core asset class*: una configurazione, questa, che può variare nel tempo a seconda dello scenario macroeconomico internazionale⁵.

Figura 1 - Correlazione di azioni e titoli di stato con alcuni investimenti alternativi



Nota: Le correlazioni sono calcolate sui rendimenti mensili nel periodo 2000:01-2005:12. I rendimenti delle strategie di hedge funds sono quelli degli indici CSFB/Tremont; per le commodities si è impiegato il Goldman Sachs Commodities Index nella versione Total Return. Azioni e titoli di stato sono rappresentati, rispettivamente, dagli indici MSCI Equity e Sovereign EMU, anch'essi nella versione Total Return.

La selezione dei prodotti attivi da includere nel portafoglio *Satellite* è probabilmente il momento più delicato dell'intero processo di investimento. La natura stessa delle *asset class* alternative nonché delle strategie e delle caratteristiche dei gestori che vi operano, spesso piuttosto complesse ed eterogenee, richiedono un grado di *expertise* elevato per svolgere questo compito in modo efficace. Le funzioni cruciali in questa fase sono la valutazione dell'abilità dei gestori esterni e della loro capacità di generare Alfa in prospettiva, oltre che dell'adeguatezza delle strategie che adottano rispetto alle esigenze di investimento degli schemi pensionistici; un aspetto, quest'ultimo, che è spesso fortemente dipendente da contesto economico e dei mercati.

Per questi motivi, l'intervento di *advisors* a fianco dei gestori previdenziali può fornire un notevole contributo in questa fase del processo di investimento, oltre a essere una soluzione efficiente. Il consulente, infatti, gode di forti economie di scala, sia dal punto di vista della raccolta delle informazioni che dell'impiego delle risorse professionali dedicate alla ricerca e all'analisi, che spesso consentono un vantaggio competitivo rispetto a soluzioni realizzate *in house* dal gestore.

Una volta selezionati gli investimenti attivi, bisogna decidere come servirsene per comporre il *Satellite*. Benché nella prassi non sempre si seguano procedure analitiche di tipo quantitativo, la

⁵ Le ricerche empiriche hanno riscontrato la dipendenza delle correlazioni di numerosi investimenti alternativi dalle condizioni di mercato, come mostrato ad esempio da: Edwards F.R. e M.O. Caglayan, "Hedge Funds and Commodity Fund Investments in Bull and Bear Markets", *The Journal of Portfolio Management*, 27(4), 2001. È peraltro opportuno notare che, indipendentemente dal contenuto di *market risk* degli investimenti attivi, includere Alfa nel portafoglio senza rinunciare al beneficio di diversificazione è possibile creando coperture adeguate attraverso l'impiego di strumenti derivati su indici o tassi di interesse. Queste tecniche comportano un assorbimento di capitale minimo, dovuto essenzialmente ai margini di garanzia richiesti per le operazioni sui contratti a termine, e sono tipiche delle strategie *Portable Alpha*. Tali strategie hanno recentemente incontrato una certa accoglienza presso gli investitori istituzionali, in particolare nei paesi anglosassoni; per una descrizione dettagliata si veda: Litterman B., *Modern investment management: an equilibrium approach*, Wiley&Sons, 2003

teoria finanziaria indica con chiarezza un criterio intuitivo: la massimizzazione dell'*information ratio*

$$IR = \frac{a}{TEV(S)}$$

che esprime il rendimento atteso prodotto da ogni unità di *active risk* sostenuta. In base a questo criterio, l'allocazione ottimale all'interno del *Satellite* è quella per cui il rapporto tra i contributi marginali ad Alfa e alla TEV è identico per tutti gli investimenti attivi⁶.

È importante sottolineare che questo criterio vale indipendentemente dall'esposizione delle attività *Satellite* ai rischi di mercato, posto che la quantità complessiva di *market risk* nel portafoglio possa essere gestita a livello di allocazione tra le componenti *Core* e *Satellite*. Per meglio comprendere quest'ultimo aspetto, si considerino nuovamente i dati esemplificativi della Tavola 1, assumendo ora che il premio al rischio di mercato sia 4% e che il rendimento atteso dall'investimento *Satellite* superi del 8% quello del mercato monetario. Supponendo che lo scopo della gestione sia di massimizzare lo *Sharpe Ratio* (al netto delle commissioni), allora l'allocazione ottimale tra le due componenti è quella già vista nella Tavola 1, cui corrispondono un rendimento atteso del 3.7%, una volatilità complessiva del 8%, e quindi un valore dello *Sharpe Ratio* pari a $3.7/8 = 0.49$. Siccome il *Satellite* non è esposto al mercato, il Beta del portafoglio è uguale a 0.6. Supponiamo ora che l'*hedge fund* sia rimpiazzato da un fondo di *private equity*, con Beta uguale a 0.5 ma rendimento, TEV e commissioni identici a quelli del vecchio investimento. La nuova allocazione ottimale è rappresentata nella Tavola 2.

Tavola 2 - Allocazione ottimale con market risk nel Satellite

INVESTIMENTI	RISCHIO				RENDIMENTO		PESI
	MARKET	TEV	BETA	TOTALE	LORDO	NETTO	
Core	10.0	1.0	1.00	10.0	4.0	3.8	70
Satellite	5.0	12.0	0.50	13.0	8.0	3.7	30
Portafoglio	8.5	3.7	0.85	9.3	5.2	3.8	100

Nota: tutti i valori sono espressi in percentuale.

La presenza di *market risk* nell'investimento attivo comporta una diminuzione del peso *Satellite* rispetto al caso precedente, nella misura in cui anche questa componente contribuisce all'esposizione al mercato ma a costi per commissioni superiori rispetto agli investimenti *Core*. Si noti che il Beta di portafoglio sale a

$$1 \times 0.7 + 0.5 \times 0.3 = 0.85$$

in quanto una certa esposizione al *Satellite* è comunque desiderabile per generare Alfa. Lo *Sharpe Ratio* di portafoglio è ora pari a $3.8/9.3 = 0.41$. Rinunciando all'allocazione ottimale e accettando una minore remunerazione per il rischio, il gestore può comunque mantenere la stessa esposizione al mercato del caso precedente. Infatti, è facile verificare che un valore di Beta pari a 0.6 può essere ottenuto investendo soltanto il 20% del capitale nel *Core*; una soluzione il cui *Sharpe Ratio* è di appena 0.33.

⁶ Questa regola venne proposta per la prima volta da Jack Treynor e Fisher Black oltre vent'anni prima della nascita del *Core-Satellite Investing*; si veda: Treynor J. e F. Black, "How to use security analysis to improve portfolio selection", *The Journal of Business*, January 1973. Il caso più generale di correlazione tra *active returns* è discusso in; Grinold, R. e R. Kahn, *Active Portfolio Management*, McGraw-Hill, 2000.

L'esempio della Tavola 2 presenta un ulteriore aspetto interessante: la riduzione delle Sharpe Ratio da 0.49 a 0.41 a seguito del cambiamento del *Satellite*. La causa di questo peggioramento è duplice. Da un lato, l'Alfa del fondo di *private equity* è più basso che quello dell'*hedge fund*: infatti, ora una parte del rendimento dell'investimento proviene dall'esposizione al mercato e, siccome la TEV è rimasta invariata, la remunerazione dell'*active risk* è minore. Inoltre, poiché il rischio totale del *Satellite* è cresciuto introducendo esposizione al mercato, il beneficio di diversificazione si è ridotto e la volatilità di portafoglio è cresciuta di conseguenza.

Nella pratica, il semplice obiettivo di massimizzazione dello *Sharpe Ratio* non coincide per forza con il miglior criterio perseguibile nelle gestioni pensionistiche. Di fatto, le esigenze di *ALM*, i limiti all'assunzione di rischio e gli altri vincoli imposti dalla normativa o dal mandato, finiscono per imporre restrizioni alle scelte allocative o rendono preferibili criteri differenti.

Tra i diversi criteri che possono essere adottati per rappresentare gli obiettivi della gestione, i più comuni sono la performance contro benchmark, con penalizzazione per la (o vincolo di) *TEV*, e quelli basati sull'esplicita considerazione delle passività dello schema pensionistico, in termini sia di assorbimento dei rendimenti dell'attivo che di rischio aggiuntivo⁷. È però importante osservare che, indipendentemente dal criterio adottato e dal grado di avversione al rischio della gestione, la performance di portafoglio e l'allocazione ottimale al *Satellite* aumentano al crescere dell'*information ratio*. Ciò da un lato giustifica l'impiego di questo indicatore come guida alle scelte di portafoglio, dall'altro rende evidente come le scelte di *risk budgeting* e *risk management* degli investimenti attivi possano avere effetti molto rilevanti sulla performance. In questo senso, un aspetto cruciale, benché spesso sottovalutato dai gestori previdenziali, è che Alfa e *active risk* non sono variabili tra loro indipendenti: al crescere dei vincoli imposti ai gestori attivi, infatti, corrisponde in molti casi la riduzione della loro capacità di conseguire *active returns*⁸.

1.3 Strategie dinamiche di gestione

La determinazione della struttura del portafoglio descritta nella sezione precedente è chiaramente un esercizio statico. Compiuto questo passo, l'implementazione pratica dell'approccio *Core-Satellite* comporta la gestione dinamica degli investimenti, che si realizza principalmente (1) tramite strategie di ribilanciamento periodico delle componenti e (2) attraverso il monitoraggio degli investimenti attivi e l'eventuale redistribuzione o sostituzione degli stessi.

Quest'ultima attività è svolta in genere dalla funzione di *risk management* della gestione, il cui compito è di controllare il rispetto dei *budget* di rischio dei gestori esterni e della corrispondenza tra l'*active return* atteso e quello che essi effettivamente realizzano. In mancanza delle risorse interne necessarie, questa attività può essere svolta in *outsourcing* dai consulenti esterni; una soluzione senza dubbio coerente con il ruolo ed i vantaggi propri dell'*advisor* discussi in precedenza.

Il ribilanciamento tra *Core* e *Satellite* ha lo scopo di mantenere l'allocazione di portafoglio allineata agli obiettivi della gestione a fronte dell'effetto cumulato nel tempo dei rendimenti conseguiti dalle due componenti. Le strategie comunemente impiegate sono riconducibili a due tipi: (1) *constant mix* e (2) *portfolio insurance*.

Nel primo caso, qualora l'allocazione del portafoglio si discosti eccessivamente da quella ritenuta ottimale, l'investimento di capitale nella componente che risulta sovrappesata viene ridimensionato a vantaggio dell'altra. La frequenza e l'entità dei ribilanciamenti dipendono dal livello di tolleranza verso gli scostamenti. Ad esempio, per una strategia che prevede l'allocazione al *Core* del 60% del portafoglio potrebbe essere fissato uno scostamento massimo di $\pm 10\%$, intervenendo cioè quando il

⁷ Si vedano, rispettivamente, Grinold e Kahn (2000) e Litterman (2003).

⁸ Sul tema si veda: Litterman B, "Are constraints eating your Alpha", *Active Alpha Investing*, Goldman Sachs Asset Management (www.gs.com), 2005.

Satellite finisca per pesare più del 50% o meno del 30%. Il ribilanciamento conseguente non deve per forza essere tale da riportare l'allocazione al livello obiettivo, ma può limitarsi condurre nuovamente i pesi entro i limiti di tolleranza. La determinazione dell'entità dell'intervento deve infatti considerare sia i costi che questo comporta, in termini di transazioni sul mercato o di ridimensionamento dei mandati ai gestori esterni, sia le prospettive di rendimento relativo di *Core* e *Satellite*. A fronte, ad esempio, di un sovrappeso del 15% del *Core* rispetto all'allocazione *target*, una riduzione tra 8 e 10% può essere efficiente se si ha ragione di prevedere che gli investimenti *Core* siano destinati conseguire rendimenti inferiori a quelli *Satellite* nel trimestre successivo. È evidente che il livello di tolleranza e l'entità dei ribilanciamenti si riflettono sui costi della gestione, determinando il grado di *turnover* di portafoglio, e devono perciò essere calibrati con attenzione.

Le strategie basate sulla *portfolio insurance* rispondono all'esigenza di garantire che non venga superato un livello massimo di scostamento negativo tra portafoglio e benchmark della gestione, cercando al tempo stesso di sfruttare il potenziale di rendimento degli investimenti attivi nel *Satellite*. La *Constant Proportions Portfolio Insurance* è un esempio notevole in questo senso⁹. Il capitale investito nel *Satellite* è determinato come m volte la differenza tra portafoglio e benchmark, al netto di un livello di franchigia prestabilito, secondo la formula:

$$V(S) = m\{F - [V(B) - V(P)]\}.$$

Quanto maggiore il valore del moltiplicatore m , o quanto minore la franchigia F , tanto più il portafoglio risulterà sbilanciato verso il *Satellite*. Quando però la differenza tra i rendimenti cumulati del benchmark e del portafoglio raggiunge o eccede la franchigia, il capitale viene allocato interamente al *Core*, eliminando così ogni rischio ulteriore di *tracking error* negativo. La sicurezza che il limite di scostamento sia rispettato dipende dalla frequenza dei ribilanciamenti: interventi molto ravvicinati riducono la probabilità che la franchigia venga superata a seguito sbalzi improvvisi nel rendimento differenziale, ma a prezzo di maggiori costi di gestione.

I due tipi di strategie implicano regole di riposizionamento opposte. Nel caso *constant mix*, il *Satellite* viene venduto (acquistato) quando i suoi rendimenti hanno superato (sono stati inferiori) a quelli del *Core*; all'opposto, la *CPPI* ne comporta l'acquisto (la vendita) nelle medesime circostanze. Quale di queste strategie sia preferibile in termini di performance del portafoglio dipende dall'andamento relativo delle *asset class* *Core* e *Satellite*. La strategia *constant mix* non offre né protezione contro il rischio che il portafoglio sottoperformi il benchmark né potenziale di *active return capture*, ma è superiore alla *CPPI* quando il rendimento relativo degli investimenti attivi e passivi oscilla senza mostrare forte direzionalità nel tempo¹⁰.

⁹ Amenc N., Malaise P. e L. Martellini, "Revisiting core-satellite investing", *The Journal of Portfolio Management*, 30(3), 2004.

¹⁰ Una discussione dei vantaggi e degli svantaggi delle diverse strategie dinamiche di portafoglio si trova in: Perold A.F. e W.F. Sharpe, "Dynamic Strategies for Asset Allocation", *Financial Analysts Journal*, 44(1), 1988.

2. *La gestione previdenziale nella prospettiva di Asset&Liability Management: il modello ReCS*

Davide Squarzoni e Francesco Pattarin

I partecipanti a una gestione previdenziale si aspettano che il risparmio da essi conferito possa effettivamente contribuire a sostenere la propria capacità di consumo al termine della vita lavorativa. Questa aspettativa è spesso assistita dalla legge, dalle fonti istitutive o dalla natura dei mandati con cui i contribuenti delegano le decisioni di investimento del proprio risparmio ai gestori. Gli impegni che ne derivano per questi ultimi possono essere più o meno forti a seconda dei casi, ma sono comunque presenti. Ciò è particolarmente evidente negli schemi previdenziali a prestazione definita, in cui è prevista l'obbligazione a corrispondere prestazioni di una certa entità ai beneficiari. Anche quando sono i contributi a essere definiti, non mancano i casi in cui la legge imponga garanzie di rivalutazione degli stessi, il cui scopo è chiaramente di assicurare che l'aspettativa dei partecipanti non sia disattesa. Infine, benché per i fondi pensione aperti non sia necessariamente previsto alcun impegno formale di accrescimento del capitale contributivo versato, di fatto, come testimonia l'esperienza dei paesi in cui questi strumenti sono più diffusi, la concorrenza tra i gestori si gioca in buona parte sulla credibilità di conseguire tale obiettivo.

Quando le modalità di determinazione del livello dei benefici non sono prestabilite, l'obiettivo di erogare prestazioni a sostegno dei consumi dei destinatari richiede che i rendimenti conseguiti dalla gestione siano almeno pari al tasso di inflazione, di modo che il capitale contributivo versato conservi il proprio potere di acquisto nel tempo. Qualora l'obiettivo venga interpretato, in senso più stringente, come la garanzia di un tenore di vita commensurabile a quello raggiunto nel corso della vita lavorativa, il tasso di crescita reale del reddito nazionale lordo (pro capite) è un riferimento più appropriato; per i fondi chiusi, la crescita percentuale del potere di acquisto delle retribuzioni dei lavoratori a cui sono riservati è un criterio ancora più specifico.

Tutti questi criteri di riferimento hanno in comune alcune caratteristiche: (1) inflazione, crescita economica e dinamiche retributive sono difficili, se non impossibili, da prevedere sugli orizzonti temporali di lungo termine tipici delle gestioni pensionistiche; (2) le medesime variabili si riflettono solo in via indiretta (e con influenza decrescente dalla prima all'ultima) nei prezzi delle attività finanziarie, con cui sono moderatamente o per nulla correlate; (3) da un anno all'altro, i rendimenti finanziari sono soggetti a oscillazioni enormemente più pronunciate di quanto non succeda a quelle variabili.

È evidente come, in tali condizioni, definire concretamente politiche di investimento adeguate a soddisfare le aspettative dei partecipanti agli schemi pensionistici sia un compito la cui soluzione è tutt'altro che immediata. In primo luogo, all'incertezza relativa alle previsioni menzionate non corrisponde un mercato sul quale si possano trasferire i rischi che ne derivano. Inoltre, la scarsa correlazione con i rendimenti finanziari fa sì che la copertura di questi rischi sia difficoltosa. Infine, anche qualora si concepisse una strategia di *hedging*, la volatilità tipica delle principali *asset class* sarebbe tale da renderla una soluzione piuttosto rischiosa di per sé stessa. Il corollario immediato di queste riflessioni è che orientare la politica di investimento e la gestione dei fondi pensione rispetto a un benchmark di mercato finanziario è una soluzione inadeguata. Le conseguenze di questo approccio, piuttosto diffuso tra gli anni ottanta e novanta del secolo scorso, si sono manifestate con la crisi della previdenza *corporate* nei paesi anglosassoni che ha seguito il crollo dei mercati di inizio millennio.

2.1 Il modello ReCS: fondamenti

Benché i livelli di riferimento a cui commisurare l'adeguatezza delle prestazioni siano difficilmente prevedibili nel lontano futuro, lo sono su orizzonti più brevi. Inflazione, crescita economica e dinamica salariale possono essere stimate con forti margini di confidenza da un anno all'altro: un fatto che suggerisce come le finalità di accumulazione dei fondi pensione possano essere meglio perseguite orientando le decisioni di investimento rispetto a obiettivi di breve termine.

L'approccio di breve periodo è raccomandabile anche alla luce di alcune considerazioni ulteriori. In ciascun esercizio, una gestione prudente del fondo previdenziale dovrebbe garantire:

- le risorse sufficienti a coprire i costi operativi, amministrativi e fiscali che gravano sul fondo;
- l'erogazione delle prestazioni in corso di maturazione (senza intaccare la parte di capitale investito riconducibile ai versamenti dei beneficiari futuri);
- in certi casi, il mantenimento dell'equilibrio patrimoniale tra l'attivo gestito ed il valore attuariale delle prestazioni che saranno erogate in futuro (in breve, il livello di "funding" del fondo).

Il rendimento necessario a conseguire questi risultati è anch'esso facilmente quantificabile un anno per il successivo. Pertanto, una soluzione coerente con questo approccio è di fissare *targets* di rendimento assoluto ad un anno, che siano di volta in volta coerenti con quanto è richiesto in base alla considerazione di tutti quegli aspetti.

L'architettura di portafoglio caratteristica dell'approccio *Core-Satellite* si presta bene a strutturare decisioni di investimento orientate ad ottenere rendimenti assoluti. Su questa idea fondamentale, il team di consulenti di Prometeia ha concepito il proprio modello di gestione nell'ottica di *Asset&Liability Management* previdenziale. La priorità di raggiungere il *target* prefissato viene assegnata principalmente alla componente *Core* del portafoglio: per questo motivo, essa comprenderà un *mix* di investimenti tendenzialmente poco esposti al *market risk*, con obiettivi *absolute return* e volatilità contenuta. Oltre al ricorso a strumenti a reddito fisso, che caratterizzano gli investimenti diretti di numerose gestioni e che non comportano costi elevati, viene posta particolare attenzione alla selezione di prodotti gestiti: fondi *hedge*, obbligazioni strutturate e gestioni specializzate. Infatti, questi strumenti combinano la vocazione naturale al rendimento assoluto con l'attitudine a mitigare il rischio di interesse proprio della componente obbligazionaria, grazie all'esposizione predominante ai fattori di *active risk*.

In questo modello di gestione, la componente *Core* ha una composizione tendenzialmente stabile ma riveste un ruolo che viene comunemente attribuito al *Satellite*, ovvero il contenimento del *market risk* complessivo di portafoglio e la produzione di Alfa; da cui consegue che il modello abbia finito per essere indicato come "ReCS", acronimo di "Reverse Core-Satellite". Qual è allora il compito assolto dalla componente satellite?

Lo scopo degli investimenti satellite è di fungere da complemento al *Core*, generando rendimenti che dipendono prevalentemente dalla direzionalità dei mercati. Questo fine viene perseguito selezionando strumenti caratterizzati da una certa esposizione al rischio azionario: in particolare, sia prodotti a gestione passiva e a basso costo, come gli *exchange traded funds*, che prodotti a gestione attiva, con esposizione al *market risk* più o meno significativa a seconda del grado di efficienza dei mercati di riferimento. Il denominatore comune degli investimenti satellite è avere un buon grado di liquidità, che ne consenta rapidamente l'acquisto o lo smobilizzo. La gestione del *Satellite*, infatti, è fortemente tattica e viene condotta con particolare attenzione agli aspetti di *risk budgeting* delle varie posizioni.

2.2 Il controllo e la gestione dei rischi nel modello ReCS

Il rischio associato ai rendimenti delle principali *asset class* è caratterizzato da un'importante variabilità temporale, come documenta un vasto corpo di ricerca empirica prodotta ormai da quindici anni a questa parte¹¹. Questo fenomeno rende difficile parametrare il controllo del rischio di portafoglio rispetto a limiti di volatilità, la cui temporanea violazione non sarebbe necessariamente indicativa di un aggravarsi tendenziale del rischio. Una soluzione preferibile, soprattutto nell'ottica di obiettivi di rendimento assoluto, è l'impiego di misure di rischio prospettico, come ad esempio il *value-at-risk* o la *maximum expected shortfall*. Si tratta di indicatori utili sia nella fase di progettazione delle componenti *Core* e *Satellite*, sia successivamente per coadiuvare la funzione di *risk management*.

Una seconda implicazione rilevante della variabilità della volatilità nel tempo è che la realizzazione di obiettivi di rendimento assoluto debba essere prevalentemente perseguita tramite prodotti gestiti in cui la componente di *market risk* sia il più possibile contenuta. Come già suggerito, questo criterio trova riscontro nel modello *ReCS*, secondo cui il portafoglio *Core* è prevalentemente esposto a rischi di tipo *active*. A tale riguardo è opportuno chiarire come il vantaggio degli investimenti *absolute return* che caratterizzano il *Core* non risieda in alcuna garanzia di rendimento, in quanto l'*active risk* può essere fonte di perdite così come di guadagni; viceversa, il contributo che essi apportano è nel controllo operato dai gestori delegati su tale rischio, che può essere modulato sulla base delle richieste della clientela istituzionale; oltre a ciò, essi migliorano la diversificazione complessiva di portafoglio, essendo poco o per nulla correlati con il *Satellite*.

La forte esposizione del *Satellite* alla mutevole volatilità di mercato richiede comunque un controllo attento di questa componente in un'ottica di gestione dinamica. L'approccio del team di Prometeia in questo senso si articola su tre livelli di analisi: fondamentale, tattica e di rischio.

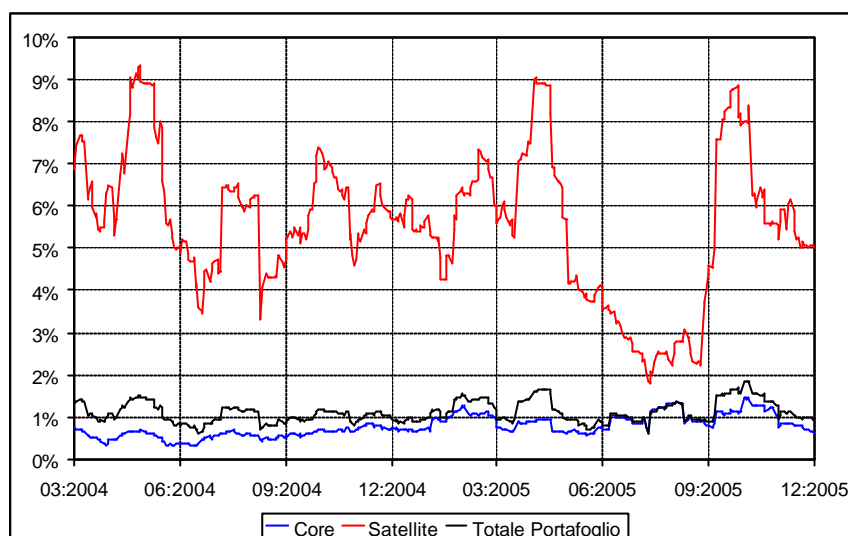
L'analisi fondamentale è finalizzata ad individuare l'interesse strategico delle diverse *asset class*, in termini di rialzi (ed eventualmente di ribassi) attesi dei mercati. L'approccio alla costruzione della portafoglio *Satellite* è tipicamente *top-down*: prima si definisce il *Beta Mix*, ovvero la combinazione di mercati nei quali investire, quindi si selezionano i singoli strumenti che li rappresenteranno. La selezione viene condotta tenendo presente che la capacità di creazione del valore dei gestori esterni dipende strettamente dalle idee di investimento che ne caratterizzano la politica di gestione: pertanto, affinché il *Satellite* possa esprimere al meglio il potenziale di rendimento atteso, si tende a preferire prodotti con profili relativamente aggressivi rispetto ai mercati di riferimento.

L'analisi tattica ha lo scopo di determinare l'evoluzione dell'appetibilità delle *asset class* individuate. È a questo stadio che cominciano a dispiegarsi gli aspetti dinamici dell'approccio *ReCS*, che si basa prevalentemente sull'utilizzo di indicatori di rischio e di correlazione di breve periodo. Uno degli strumenti impiegati di frequente è l'analisi della volatilità di breve termine. Tale parametro presenta alcune caratteristiche che sono riscontrabili nella gran parte delle *asset class*; infatti, la volatilità è: (1) tanto più variabile nel breve termine quanto maggiore è il suo livello di lungo periodo, (2) tendenzialmente *mean reverting*; ovvero tende a oscillare attorno a quel livello e (3) negativamente correlata con i rendimenti, in quanto le fasi di correzione dei mercati tendono a generare variazioni della volatilità di breve periodo di entità maggiore rispetto a quelle rialziste.

Alla luce di queste caratteristiche, è possibile trarre indicazioni tattiche utili dall'analisi di breve termine. In particolare, una certa *asset class* diviene appetibile quando la volatilità ha raggiunto livelli relativamente elevati; all'opposto, periodi prolungati di riduzione della volatilità preludono a maggiori rischi prospettici che non sempre si accompagnano a rendimenti adeguati. Considerazioni di questo genere sono alla base del *Contrarian Short Term Volatility Based Approach*, seguendo il quale vengono spesso decisi investimenti, disinvestimenti o rotazioni dei prodotti satellite.

¹¹ Poon S. and C.W.J. Granger, "Forecasting Volatility in Financial Markets: A Review", *Journal of Economic Literature*, 41 (2), June 2003.

Figura 1 - Componenti della volatilità di portafoglio nel breve termine



Nota: La volatilità è calcolata su finestre mobili di trenta giorni ed espressa su base annuale.

La Figura 1 mostra un esempio tipico della dinamica della volatilità di portafoglio e delle componenti *Core* e *Satellite*, tratto dall'analisi di breve termine effettuata su una gestione assistita da Prometeia tra il 2004 ed il 2005¹². Nel corso del periodo, il portafoglio satellite ha sperimentato ampie variazioni di volatilità, che in taluni casi sono state estreme e repentine. Nondimeno, la volatilità si è sempre mantenuta su livelli inferiori al 10%, una soglia relativamente bassa se si considera che gli investimenti prevalenti sono stati di tipo azionario internazionale: in questo senso, il contributo delle decisioni tattiche di composizione del *Satellite* risulta evidente. Il grafico rivela anche come la volatilità del *Core* sia stata, viceversa, molto stabile nel tempo e decisamente bassa: questa caratteristica è direttamente riconducibile alla prevalente componente di *active risk* dei prodotti gestiti in cui è investita questa parte del portafoglio, che garantiscono forti benefici di diversificazione.

Un'ulteriore evidenza che si ricava dalla Figura 1 è che la dinamica complessiva della volatilità è molto simile a quella del *Core*. Se ciò è sicuramente dovuto al peso prevalente che quest'ultima componente ha nel portafoglio complessivo, è pur vero che nel modello *ReCS* un importante contributo alla stabilizzazione della volatilità complessiva viene altresì dall'analisi di rischio. Lo scopo dell'analisi del rischio è di valutare la compatibilità delle *asset class* satellitari rispetto al rischio complessivo di portafoglio, determinando di conseguenza il livello di esposizione ottimale verso ciascuna di esse e all'intero *Satellite*. L'analisi di rischio viene effettuata periodicamente, per verificare l'opportunità di eseguire ribilanciamenti di portafoglio al fine di riportarne la rischiosità sui livelli desiderati. Con riferimento al caso esemplificato nella Figura 1, benché l'allocazione al *Satellite* sia stata mediamente di circa il 10%, la volatilità complessiva di portafoglio si è mantenuta sempre al di sotto del 2%, in particolare grazie alle riallocazioni effettuate nel corso del 2005. A questo riguardo, è opportuno concludere sottolineando come il limite di rischio complessivo che deve essere rispettato dalla gestione non sia un parametro fisso, ma cambi nel tempo. In particolare, esso cresce o si riduce con l'ampiezza del *gap* tra il rendimento conseguito e il *target* prefissato, e tende a diminuire con l'accorciarsi dell'orizzonte di investimento residuo nel corso dell'anno: di conseguenza, il peso relativo e la composizione del *Satellite* possono subire variazioni anche significative, allo scopo di aumentare la probabilità di raggiungimento del rendimento *target*.

¹² La gestione in parola è quella di Ente di Previdenza e Assistenza della Professione Infermieristica, alla descrizione del cui caso è dedicato il prossimo capitolo.

3. Architettura di portafoglio e processo di investimento negli enti previdenziali: il caso ENPAPI

Giuseppe Patriossi e Davide Squarzoni

La definizione della strategia di investimento e la gestione di portafoglio degli schemi previdenziali sono compiti il cui svolgimento deve essere declinato in ragione della normativa vigente, delle fonti istitutive e della struttura tipica di *governance* dei soggetti responsabili della gestione. Questi fattori comportano vincoli agli obiettivi e al processo di investimento, da cui una partecipazione efficace al *decision making* da parte degli *advisor* esterni non può prescindere: in effetti, è la stessa presenza di tali specificità a determinare le condizioni che rendono l'attività di consulenza esterna un elemento importante nella creazione di valore per i beneficiari degli schemi previdenziali – assieme all'eterogeneità e alla complessità dell'universo delle opportunità di investimento attualmente disponibili.

Saper coniugare le strategie e i metodi di *investment management* con le caratteristiche specifiche di ciascuno schema previdenziale è una capacità cruciale per gli *advisor*, in quanto consente un approccio strutturato e integrato con le esigenze dei gestori previdenziali. Questa capacità è frutto tanto della ricerca di base e dell'analisi dei mercati finanziari quanto dell'esperienza che si matura tramite il contatto diretto con i gestori: per questo motivo, l'esame di un caso concreto di consulenza prestata da Prometeia potrà aiutare a comprenderne meglio la rilevanza. Il caso in parola è quello dell'Ente di Previdenza e Assistenza della Professione Infermieristica (ENPAPI) che Prometeia assiste dalla fine del 2003¹³.

3.1 Il contesto normativo e la governance degli Enti Previdenziali

ENPAPI è un Ente tra quelli istituiti con il D.Lgs. 103/96. Benché gli schemi previdenziali gestiti da questi Enti siano esclusivamente di tipo contributivo¹⁴, a garanzia delle prestazioni la legge prevede la rivalutazione annuale dei contributi versati ad un tasso minimo, determinato per ciascun esercizio come la media del tasso di crescita nominale del PIL registrato nel corso dei cinque anni precedenti.

Il vincolo di rendimento imposto per legge fa sì che la definizione della strategia di investimento sia piuttosto complessa: ciò non tanto perché rende necessario quantificare fin da inizio anno il tasso di crescita più recente del PIL in modo da poter determinare il *target* di rendimento, quanto perché quest'ultimo non è chiaramente riconducibile ad un benchmark di mercato finanziario. Questa circostanza è aggravata dal fatto che, in genere, questi Enti non possiedono investimenti immobiliari significativi (o altre attività patrimoniali reali) che potrebbero, per loro natura, generare redditi correlati all'andamento economico del Paese; ciò contrariamente a quanto accade di norma per le Casse di Previdenza privatizzate, che possono altresì contare su un numero di iscritti e, di conseguenza, su un patrimonio decisamente maggiori. Rispetto a queste, gli Enti dispongono di capitali relativamente contenuti, la cui destinazione è, per forza di cose, l'investimento mobiliare.

Un ulteriore elemento di potenziale difficoltà è dovuto all'esigenza di conciliare la rivalutazione annuale obbligatoria con il conseguimento di un adeguato incremento del capitale versato nel medio

¹³ Ringraziamo sentitamente l'ENPAPI e, in particolar modo, Mario Schiavon e Fabio Fioretto, rispettivamente Presidente e Direttore Generale dell'Ente, per aver acconsentito alla pubblicazione di questo caso di studio.

¹⁴ In base all'art. 2 del D.Lgs. 103/96, le prestazioni degli Enti vengono determinate in base al sistema di calcolo contributivo, come specificato dall'art. 1 della L. 335/95 e con aliquota di finanziamento non inferiore a quella di computo. Ciò a differenza di quanto previsto per le Casse privatizzate in base al D.Lgs. 509/94, che adottano come metodo di calcolo delle prestazioni il sistema retributivo, restando l'adozione del sistema contributivo meramente facoltativa.

e lungo periodo – che è una finalità naturale degli schemi previdenziali: la compatibilità di questi obiettivi dipende fondamentalmente dal contesto e dalle prospettive dei mercati dei capitali, richiedendo soluzioni di investimento *ad hoc* a seconda delle circostanze.

La struttura di *governance* degli Enti è tipicamente caratterizzata dall'operare di due soggetti, con funzioni gerarchicamente distinte rispetto al processo di investimento: l'Organo di Indirizzo e quello Amministrativo.

L'Organo di Indirizzo è composto dai rappresentanti degli iscritti, da cui emana per elezione: in base allo Statuto, o comunque nella prassi più diffusa, si occupa di determinare la strategia di investimento e della definizione generale dell'ambito operativo dell'Organo Amministrativo.

Il Consiglio di Amministrazione è la principale istanza esecutiva dell'Ente: il suo ruolo è quello di implementare la strategia di investimento e le linee guida definite dall'Organo di Indirizzo, avendo solitamente come interlocutori la Struttura Operativa Interna e, se presenti, l'*advisor* finanziario ed i gestori esterni delegati. Uno dei compiti principali del Consiglio è la definizione dell'obiettivo di rendimento del portafoglio dello schema previdenziale. Tale compito è di importanza cruciale, poiché fissa un termine di riferimento per la gestione degli investimenti, che è altresì indispensabile per definire chiaramente i rapporti con i gestori esterni: si aggiunga che questo è solitamente l'unico strumento con cui viene orientata la gestione, essendo rarissimi i casi di attribuzione di *risk budgets* ai diversi soggetti che ne sono incaricati. In questa come in altre fasi dell'attività del Consiglio, l'ausilio prestato dalla Struttura Operativa e dall'*advisor* si rivela particolarmente utile, soprattutto alla luce del fatto che gli Amministratori, provenendo di solito dall'ambito professionale di riferimento dello schema previdenziale, non hanno necessariamente competenze economiche e finanziarie specifiche.

Le funzioni finanziarie operative, anche in assenza di deleghe formalizzate da parte degli Organi, vengono svolte dalla Struttura Operativa Interna, che normalmente è in staff al Direttore Generale dell'Ente. Tecnica per natura, la composizione qualitativa e numerica della Struttura è peraltro variabile da caso a caso, a seconda della dimensione dell'Ente e della propensione degli Organi a internalizzare il controllo della gestione finanziaria o parti del processo di investimento. Riguardo a quest'ultimo, di solito la Struttura si occupa di gestire direttamente la parte del portafoglio investita in titoli di stato e obbligazioni *corporate (investment grade)*, perlopiù denominati in euro; cioè di quegli investimenti i cui proventi sono destinati alla copertura delle prestazioni previdenziali e delle spese di gestione. Inoltre, la Struttura è spesso l'interfaccia per i consulenti e i gestori esterni, dato che, di norma, gli Organi incontrano queste controparti soltanto con cadenza trimestrale, se non addirittura semestrale. Infine, la Struttura svolge compiti di rendicontazione nei confronti degli Organi e si occupa di predisporre dati e informazioni che vengono inseriti nei documenti ufficiali di gestione dell'Ente.

Benché questi tratti generali siano comuni tra gli Enti, così come tra molti altri investitori istituzionali, è opportuno rimarcare che le effettive procedure decisionali e configurazioni operative possono essere piuttosto eterogenee – oltre che non sempre le più efficienti o efficaci dal punto di vista organizzativo.

Nel caso specifico di ENPAPI, ad esempio, un ruolo centrale nel processo di investimento è attribuito ad un Organo ulteriore, il Comitato Investimenti, composto dal Presidente e dal Vice Presidente dell'Ente, dal Direttore Generale e dal Responsabile dell'Ufficio Patrimonio. Il Comitato ha funzione di raccordo tra il Consiglio di Amministrazione, che per natura può interessarsi con frequenza limitata della gestione del patrimonio, e la Struttura Operativa Interna, che invece deve occuparsene giorno per giorno. Il Comitato si riunisce mensilmente e si occupa della gestione del patrimonio dell'Ente all'interno delle linee guida espresse dall'Organo di Indirizzo, riferendo del suo operato al Consiglio di Amministrazione.

3.2 Strategia di investimento e gestione dinamica del portafoglio dell'Ente

La strategia di investimento di ENPAPI è stata definita dando priorità al conseguimento dell'obiettivo di rivalutazione obbligatoria dei contributi versati, cercando al contempo di effettuare scelte di investimento che fossero conciliabili con l'accrescimento di lungo periodo dei capitali investiti capaci di generare prestazioni future economicamente adeguate. Ciò si è tradotto nella determinazione di una architettura di portafoglio che combini in maniera quanto più possibile ottimale l'orizzonte temporale di investimento, gli obiettivi di rendimento e un grado contenuto di tolleranza al rischio.

Come argomentato in precedenza, nessun benchmark finanziario può tradurre concretamente l'obiettivo di investimenti di un Ente di Previdenza, che di fatto è fortemente orientato al rendimento assoluto: è quindi più appropriato attuare strategie di diversificazione che tengano conto dei fattori di rischio a cui l'Ente si può esporre, agendo su di essi per controllare il rischio complessivo di portafoglio cogliendone le opportunità di rendimento nel medio e lungo termine. In tal senso, una allocazione efficiente deve tenere in considerazione anche *asset class* non tradizionali, che si caratterizzano per la superiore capacità di contribuire alla diversificazione effettiva e che non sono riconducibili a un benchmark specifico.

Questo aspetto si è dimostrato cruciale nel caso di ENPAPI. Di fatti, se lo scenario economico dell'ultimo quinquennio, caratterizzato da tassi di inflazione e di crescita molto contenuti, ha fatto sì che il tasso di rivalutazione obbligatorio abbia progressivamente raggiunto livelli piuttosto bassi, è un fatto che anche i rendimenti sul mercato monetario siano stati limitati. Inoltre, sia i mercati del reddito fisso che i principali mercati azionari non hanno consentito forti opportunità di investimento: i primi per il progressivo appiattirsi delle strutture per scadenza dei tassi, i secondi perché caratterizzati da un protratto periodo di incertezza, che solo recentemente ha lasciato spazio a recuperi delle performance negative di fine secolo e a riduzioni della volatilità.

Tavola 1 - Asset Class nel portafoglio ENPAPI

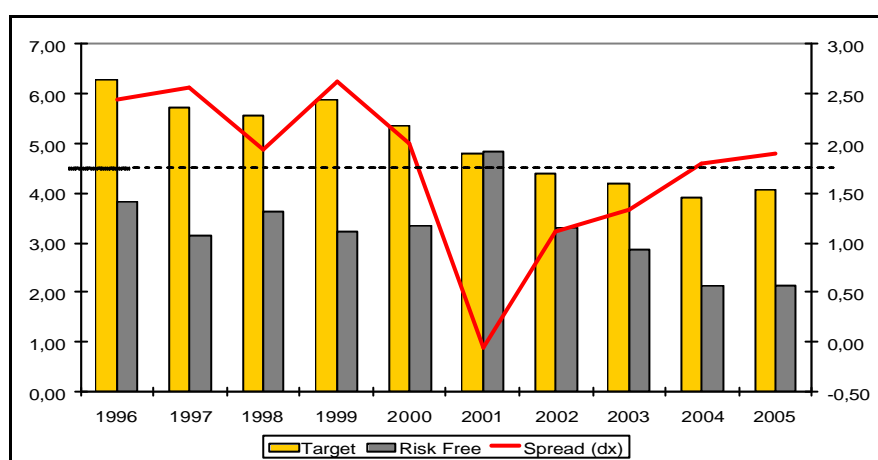
COMPONENTI DI PORTAFOGLIO	ASSET CLASS
Core	Gestioni Absolute Return Fondo Absolute Return Bond Fondo di Fondi Hedge Low -Volatility Investimenti Diretti a Reddito Fisso
Satellite	Fondo Obbligazionario Paesi Emergenti Fondo Obbligazionario Convertibile Fondo Azionario Farmaceutico ETF Azionario SRI Fondo Azionario Europa Fondo Azionario Convergenza Fondo Azionario Paesi Emergenti Fondo Azionario Giappone Fondo di Fondi Hedge Direzionale Investimenti Diretti in Corporate Bonds

Il portafoglio di ENPAPI, gestito a partire dal 2004 secondo la logica *Reverse Core-Satellite*, ha portato all'utilizzo delle classi di attività elencate nella Tavola 1. Il portafoglio *Core* è caratterizzato dalla non direzionalità e tende a produrre rendimenti stabilmente crescenti nel corso dell'anno, mentre quello *Satellite* presenta chiaramente esposizioni mirate a specifici mercati, segmenti o settori.

Composizione del portafoglio Core

La selezione degli investimenti nel portafoglio *Core* è stata effettuata sulla base di criteri di *Asset & Liability Management* dello schema previdenziale. In questa fase, un indicatore prospettico cruciale è il “*Core Spread*”, calcolato come la differenza tra il tasso di rivalutazione obbligatorio e il rendimento dell’Euribor 3m. Il *Core Spread* funge da riferimento per determinare la probabilità di conseguimento dell’obiettivo di rivalutazione annuale. Per il biennio 2004/05 il *Core Spread* di ENPAPI è stato quantificato in due punti percentuali, in virtù di aspettative di stabilità dei tassi monetari dell’area euro e di crescita economica contenuta in Italia. La Figura 1 mostra l’andamento storico del *Core Spread* nel corso dell’ultimo decennio, il cui valore medio è stato di 177 punti base.

Figura 1 - Serie storica del Core Spread di ENPAPI e delle sue componenti



Nota: I rendimenti target e il tasso risk free, rappresentati dalle basse, sono misurati sull'asse di sinistra; il Core-Spread è indicato dalla linea e si legge sull'asse di destra.

Nel portafoglio *Core* sono state inserite, in momenti diversi nel corso del biennio, tre gestioni a rendimento assoluto (caratterizzate da approcci differenti), un fondo a rendimento assoluto che investe sul mercato obbligazionario e valutario, e un fondo di fondi *hedge* a bassa volatilità. Ciò in aggiunta alle obbligazioni tradizionali e strutturate detenute direttamente dall’Ente e aventi nel complesso un profilo cedolare coerente con gli obiettivi di redditività.

Composizione del portafoglio Satellite

La componente *Satellite* del portafoglio ha come obiettivi la stabilizzazione dei rendimenti della parte *Core* e l’incremento del patrimonio nel medio e lungo periodo. Questi obiettivi vengono perseguiti attraverso l’inclusione di strumenti finanziari a maggiore direzionalità rispetto quelli *Core*, caratterizzati da una bassa correlazione con questi ultimi. In tale ottica, la scelta ricade preferibilmente su prodotti gestiti, che consentono di sfruttare le capacità specifiche dei singoli gestori ed una maggiore efficienza complessiva di portafoglio.

La gestione della componente *Satellite* è condotta in termini di *risk budgeting*, muovendo tatticamente le *asset class* e prendendo beneficio qualora l’apprezzamento degli strumenti generi esposizioni non compatibili con il profilo di rischio desiderato del portafoglio: la sua composizione è quindi più variabile nel tempo rispetto a quella del *Core*.

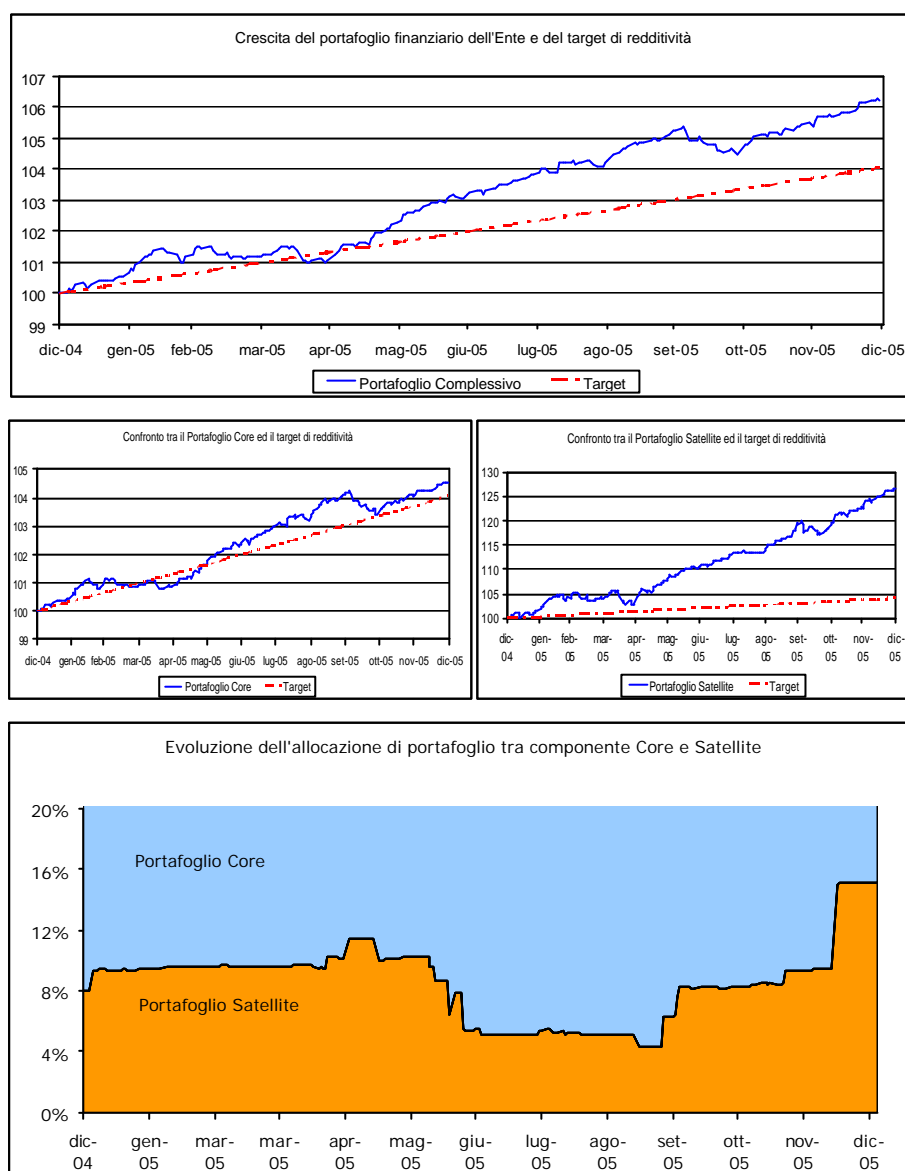
Gestione dinamica

Nel corso del biennio in esame, la gestione è stata attuata sia variando la composizione complessiva del *Satellite* che modificando il suo peso nel portafoglio complessivo (che è passato dal 10%

iniziale a valori oscillanti tra 4% e 15%) basandosi su un controllo attivo del rischio tradotto operativamente in precise politiche di *stop loss* e *profit taking*.

Ad inizio 2004 le *asset class* utilizzate nel *Satellite* erano: obbligazionario paesi emergenti, azionario paesi emergenti, obbligazionario convertibile, azionario farmaceutico e azionario etico. L'andamento dei mercati nel corso del 2004 ha portato a prese di beneficio alla fine del mese di aprile e reinvestimenti ad inizio maggio; ulteriori prese di beneficio sono state realizzate a settembre e riallocate nel portafoglio *Core* fino al termine dell'esercizio. Nell'ultimo trimestre 2004 il *Satellite* non conteneva più gli investimenti nei paesi emergenti, sostituiti dall'azionario Europa.

Figura 2 - L'evoluzione del portafoglio di ENPAPI nel 2005



Gli effetti della strategia di gestione dinamica nel 2005 sono chiaramente visibili nei grafici della Figura 2, che mostrano l'evoluzione del portafoglio di ENPAPI e delle sue componenti nel corso dell'anno.

Nel secondo trimestre 2005 il portafoglio ha preso beneficio sulle *asset class* presenti nel *Satellite*, che risultava composto da obbligazionario paesi emergenti, obbligazionario convertibile, azionario convergenza europea e da un fondo di fondi *hedge* specializzato su strategie macro e quantitative.

Data la posizione di vantaggio rispetto al *target* di rendimento minimo, la seconda metà dell'anno è stata caratterizzata da un maggiore peso relativo della componente *Core*. In questo modo, il portafoglio ha beneficiato, seppur parzialmente, dell'apprezzamento dei mercati dei mesi estivi, pur in un contesto di maggior attenzione al controllo del rischio: di fatti, quando nel mese di ottobre i mercati finanziari hanno subito una decisa e rapida correzione, il portafoglio ha limitato nettamente le perdite, anche grazie alla bassa correlazione tra le due componenti.

Analisi consuntiva della gestione

Dall'analisi finanziaria del portafoglio complessivo emergono le caratteristiche del profilo di rendimento e rischio in relazione agli obiettivi stabiliti. La Tavola 2 contiene le schede analitiche del portafoglio e delle componenti *Core* e *Satellite*. Da queste si nota come ad una netta sovraperformance rispetto al *target* di redditività si associ una rischiosità decisamente contenuta e stabile. In virtù dei buoni risultati di redditività conseguiti sono, l'anno 2005 ha consentito di mettere a segno un netto miglioramento gli indici di performance aggiustata per il rischio (*Sharpe Ratio* e *Sortino Index*).

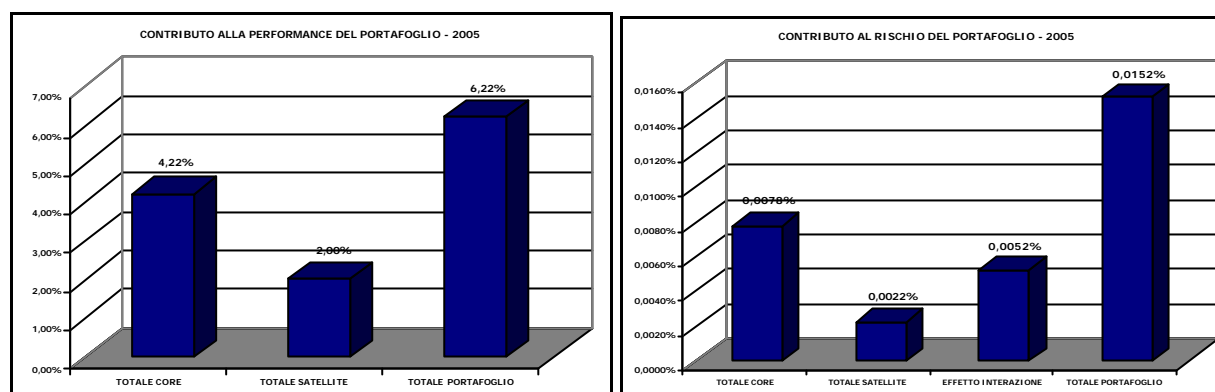
Tavola 2 - Analisi del portafoglio ENPAPI (Anno 2005)

	PORTAFOGLIO COMPLESSIVO		PORTAFOGLIO CORE		PORTAFOGLIO SATELLITE	
	2004-2005	2005	2004-2005	2005	2004-2005	2005
Rendimento						
- Medio Aritmetico mensile (%)	0,42	0,49	0,36	0,36	1,28	1,91
- Composto (%)	11,11	6,22	9,28	4,53	36,88	26,42
- Massimo giornaliero (%)	0,29	0,29	0,34	0,30	1,40	1,40
- Minimo giornaliero (%)	-0,30	-0,30	-0,21	-0,20	-1,49	-1,49
Rendimento Obiettivo Composto <i>(Target dell'Ente)</i>	8,14	4,05	8,14	4,05	8,14	4,05
Rischio						
- Dev. Standard mensile (%)	0,33	0,34	0,26	0,27	1,66	1,56
- Dev. Standard annualizzata (%)	1,16	1,19	0,90	0,94	5,74	5,40
- Shortfall Risk (99% - 1 year)	2,44	3,12	2,21	2,14	2,12	10,45
- DD rispetto a 0 mensile (%)	0,21	0,21	0,14	0,16	1,11	0,98
Risk Adjusted Performance						
- Sharpe Ratio	0,76	0,91	0,71	0,67	0,67	1,11
- Sortino Index (to target)	0,69	1,07	0,35	0,30	1,33	2,64
Tracking error						
- Medio mensile (%)	0,11	0,17	0,04	0,04	0,96	1,59
- Composto (%)	2,98	2,17	1,15	0,48	28,74	22,37
- Massimo giornaliero (%)	0,28	0,28	0,33	0,29	1,38	1,38
- Minimo giornaliero (%)	-0,32	-0,32	-0,22	-0,21	-1,50	-1,50
Altri indicatori						
- Value at Risk (95% - 1 month)	-0,55	-0,57	-0,43	-0,45	-2,73	-2,56

E' opportuno evidenziare come il portafoglio *Core* abbia avuto una rischiosità decisamente contenuta (soprattutto in un'ottica *downside*) mentre la rischiosità assunta dalla componente *Satellite* sia stata più che compensata in termini di performance, come testimoniato anche dagli indici *risk adjusted*.

Di ulteriore interesse è l'analisi del contributo al rendimento e al rischio del portafoglio complessivo derivante dalle due componenti, illustrato nella Figura 3, che consente di fare alcune considerazioni relative all'efficacia e all'efficienza della strategia. Se il contributo principale alla performance complessiva è riconducibile, in virtù del suo maggior peso, alla componente *Core*, in termini di rischio va evidenziato come la prudenza con cui è stata impostato il portafoglio si sia riflessa effettivamente in un contributo contenuto della componente *Satellite*. L'effetto interazione tra l'andamento del portafoglio *Core* e quello *Satellite* ha incrementato il rischio, ma in misura contenuta grazie alla bassa correlazione positiva tra le componenti – e nonostante le correlazioni positive che hanno caratterizzato i mercati finanziari nel corso del 2005.

Figura 3 - Scomposizione dei contributi di Core e Satellite al rischio e al rendimento



3.3 La valutazione finanziaria degli investimenti

Per fornire una rappresentazione completa del processo di investimento è necessario soffermarsi brevemente su un aspetto lasciato finora in secondo piano: la valutazione degli investimenti. Questa attività, funzionale sia alla fase di selezione degli investimenti che al successivo monitoraggio dei medesimi, deve tenere in considerazione sia le diverse tipologie di strumenti finanziari che la componente (*Core* o *Satellite*) in cui questi vengono inseriti.

Gestioni a rendimento assoluto

Le gestioni *absolute return* appartengono tipicamente alla componente *Core* e vengono valutate in relazione all'*Alpha Absolute* creato e del livello assoluto di rischio assunto. Per esempio, nell'attribuzione di un mandato di gestione a rendimento assoluto verranno stabiliti tre parametri principali: il rendimento obiettivo (espresso come un tasso monetario più il *Core Spread*), il *budget* di rischio assoluto (tipicamente espresso come vincolo massimo di *Value-at-Risk*, di volatilità o come livello di protezione del capitale) e l'orizzonte temporale (di solito annuale). In coerenza con i suddetti parametri l'Ente potrà aggiungere dei vincoli di esposizione massima espressi sia in termini di *asset class* che in termini di posizioni su specifiche tipologie di strumenti finanziari (ad esempio su derivati o quote di OICVM).

La valutazione a posteriori, oltre a verificare il rispetto dei vincoli contrattuali prestabiliti, mira ad analizzare i risultati sia in termini di redditività che di utilizzo del *budget* di rischio assegnato. La Tavola 3 presenta un esempio di scheda di valutazione, in cui compaiono i principali indicatori di rischio e performance utilizzati per il monitoraggio.

Fondi comuni di investimento specializzati

I fondi specializzati (eventualmente ETF) sono tipicamente destinati alla componente *Satellite*. Come già discusso, l'allocazione agli investimenti di questa componente deve considerarsi come complementare alla componente *Core*, la cui rischiosità è strutturalmente contenuta e tendenzialmente stabile nel tempo, tenendo conto altresì del livello di rischio complessivo compatibile con gli obiettivi di rivalutazione; un parametro che, viceversa, è variabile in relazione al rendimento cumulato rispetto al tasso obiettivo e al tempo rimanente alla fine dell'esercizio. Dati questi riferimenti, la selezione degli investimenti terrà conto dello scenario macroeconomico e finanziario, ai fini dell'individuazione *asset class* capaci di generare *extra* rendimenti sia nel breve che nel lungo periodo.

La scelta dei singoli prodotti viene svolta comparando l'offerta dei diversi gestori sulla specifica *asset class* ("*Peer Group Analysis*") cercando quelli con le migliori prospettive di performance contro benchmark e di potenziale persistenza della stessa. Gli stessi criteri vengono adottati, di fatto, nella successiva fase di monitoraggio. La Tavola 4 mostra una scheda esemplificativa contenente i principali elementi quantitativi di valutazione.

Tavola 3 - Scheda di valutazione di una gestione Absolute Return

GESTIONE TOTAL RETURN	2004-2005	2005
Rendimento		
- Medio Aritmetico mensile (%)	0,50	0,51
- Composto (%)	9,34	6,52
- Massimo giornaliero (%)	1,09	1,09
- Minimo giornaliero (%)	-1,27	-1,27
Rendimento Obiettivo Composto (Euribor 3 mesi + 200 pb)	6,27	4,27
Rischio		
- Dev. Standard mensile (%)	0,93	1,00
- Dev. Standard annualizzata (%)	3,21	3,47
- Shortfall Risk (99% - 1 year)	-1,38	-1,79
- DD rispetto a 0 mensile (%)	0,65	0,71
Risk Adjusted Performance		
- Sharpe Ratio	0,35	0,34
- Sortino Index (to target)	0,39	0,38
Tracking error		
- Medio mensile (%)	0,16	0,18
- Composto (%)	3,07	2,24
- Massimo giornaliero (%)	1,08	1,08
- Minimo giornaliero (%)	-1,29	-1,29
Altri indicatori		
- Value at Risk (95% - 1 month)	-1,52	-1,65

Tavola 4 - Scheda di valutazione di un fondo comune di investimento

FONDO AZIONARIO EUROPA VALUE	2004-2005		2005	
	Gestore	Benchmark	Gestore	Benchmark
Rendimento				
- Medio Aritmetico mensile (%)	1,65	1,15	1,87	1,33
- Composto (%)	6,72	4,60	5,77	4,05
- Massimo giornaliero (%)	1,13	1,15	1,13	1,15
- Minimo giornaliero (%)	-1,12	-1,47	-1,12	-1,47
Rischio				
- Dev. Standard mensile (%)	2,27	2,20	2,34	2,31
- Dev. Standard annualizzata (%)	7,85	7,64	8,11	8,01
- Shortfall Risk (99% - 1 year)	1,77	-3,78	3,75	-2,48
- DD rispetto a 0 mensile (%)	1,43	1,47	1,46	1,53
Risk Adjusted Performance				
- Sharpe Ratio	0,65	0,44	0,72	0,50
- Sortino Index (to target)	1,26	0,82	1,47	0,97
Tracking error				
- TE Medio mensile (%)	0,50		0,54	
- TE composto (%)	2,12		1,72	
- DS TE mensile (%)	0,75		0,76	
- DS TE annualizzata (%)	2,61		2,64	
Altre misure contro benchmark				
- Beta	0,96		0,94	
- Alfa di Jensen	0,54		0,60	
- Upward Market Skill (%)	0,02		0,02	
- Downward Market Skill (%)	0,03		0,04	
Value at Risk (95% - 1 month)	-3,73	-3,63	-3,85	-3,80

Fondi di fondi hedge

Le gestioni in *hedge funds* possono assolvere due funzioni differenti nell'approccio *ReCS*. In primo luogo, come investimenti *Core*, servono a stabilizzare il rendimento rispetto al *target*: i prodotti adeguati a questo scopo sono di tipo *multistrategy* e non direzionali. Al contrario, il perseguimento degli obiettivi di medio e lungo termine richiede prodotti *Satellite* che siano prevalentemente specializzati per famiglie di strategie i cui rendimenti dipendano da quelli di particolari mercati.

In entrambi i casi, la valutazione di questi prodotti deve essere molto attenta alla *strategy allocation* perseguita dal gestore.

Obbligazioni strutturate

Un'ulteriore possibilità di investimento può essere costituita da obbligazioni strutturate sulla base delle specifiche esigenze finanziarie della gestione. Se questa tipologia di strumento è comunemente ritenuta adeguata su orizzonti medi o lunghi, è pur vero che, tramite i meccanismi di protezione, di garanzia del capitale o del rendimento, essa può consentire all'Ente di esporsi ad *asset class* più rischiose, che si accompagnano a rendimenti potenziali relativamente elevati fornendo al tempo stesso benefici di diversificazione. A titolo di esempio, si pensi a sottostanti quali *hedge funds offshore* e ad alta volatilità, gestioni valutarie o in materie prime, tassi di interesse o indici di mercato obbligazionario *high yield*. Oltre che per tipologia di sottostanti, tali strumenti si differenziano per le strategie di copertura utilizzate dall'intermediario incaricato della strutturazione, basate su l'impiego di derivati o su tecniche di *portfolio insurance*.

Pur non essendo possibile fornire un'esemplificazione adeguata della valutazione e del monitoraggio di tali strumenti, in quanto piuttosto complessa e necessariamente dipendente dalle specificità delle singole strutture, si ricorda che gli aspetti di maggior rilevanza sono l'efficacia delle garanzie implicite e l'attenzione ai riflessi che la dinamica dei sottostanti ha sui rendimenti.