

ENPACL

Ente di Previdenza e Assistenza per i Consulenti del Lavoro

Criteri di individuazione e ripartizione dei rischi nella scelta degli investimenti

Bilancio di previsione per l'anno 2017

Ottobre 2016

La crescita economica mondiale continua a mostrare un profilo moderato nonostante il sostegno delle politiche economiche. Gli indicatori congiunturali mostrano infatti andamenti ancora contrastanti che segnalano la persistenza di relative fragilità nel processo di ripresa. Analizzando in dettaglio le principali aree geografiche, negli Stati Uniti la crescita del Pil appare inferiore alle attese, anche se tali andamenti sono spiegati in larga parte dalla correzione delle scorte, lasciando quindi presagire la possibilità di una accelerazione nei prossimi trimestri. L'area Uem invece mostra un profilo in linea con le attese, caratterizzato quindi da crescita lenta e ancora molto variegata tra i vari paesi. A fronte di una buona dinamica dell'attività economica in Germania e, soprattutto, in Spagna, si registra invece una situazione ancora relativamente stagnante in Francia e soprattutto in Italia che resta una delle economie con il maggior ritardo congiunturale all'interno dell'area. In Europa si registra un andamento superiore alle attese nel Regno Unito per la vivacità dei consumi. Per quanto riguarda i paesi emergenti, il quadro complessivo appare maggiormente stabilizzato rispetto ai mesi passati; si registra una attenuazione della recessione in Brasile e Russia e una buona tenuta dell'attività in India.

Le prospettive economiche sono legate principalmente all'efficacia delle politiche monetarie e in Europa agli effetti che la Brexit potrà esercitare. Sotto questo profilo l'area più fragile resta l'Uem non solo per la possibilità di un effetto domino che possa portare l'Euro verso posizioni più apprezzate, non solo nei confronti della sterlina, quanto per la debolezza strutturale dell'economia che richiederebbe politiche espansive anche sul fronte fiscale, circostanza resa più complessa dal lungo ciclo elettorale che caratterizzerà i prossimi mesi del 2016 e il 2017.

Anche i mercati finanziari sono in questa fase particolarmente sensibili alle aspettative sulle future mosse di politica monetaria. L'atteggiamento delle rispettive banche centrali finora è stato quello di farsi carico di tutto il sostegno da fornire alle crescite economiche con cicli che evidentemente sono diversi in funzione dell'evoluzione congiunturale.

Negli Stati Uniti, l'inizio della fase restrittiva di politica monetaria dovrebbe collocarsi a fine anno; le diverse visioni che sembrano emergere in merito al rafforzamento dell'attività economica, alla crescita dell'inflazione e al miglioramento del mercato del lavoro, potranno determinare maggiori incertezze sull'evoluzione della politica monetaria nel 2017. Ciò potrà condizionare l'evoluzione dei mercati finanziari, azionari in particolare, nei prossimi mesi.

Il tema dominante che riguarda la politica monetaria dell'area Uem è invece connesso con le aspettative di un ulteriore ampliamento del programma di acquisti da parte della Bce, che finora si è limitata a confermare che il programma espansivo durerà ancora a lungo, lasciando aperte le porte verso qualsiasi evoluzione. I rendimenti dei titoli di Stato sono rimasti finora contenuti, così come gli spread dei paesi periferici, nonostante le crescenti difficoltà in cui versa il Portogallo che potrebbe divenire a tutti gli effetti un debito High Yield. In linea di massima, i rendimenti dovrebbero mantenersi relativamente contenuti anche nel prossimo anno anche se diversi elementi, non ultimi quelli di carattere elettorale, potrebbero innescare fasi, magari temporanee, di relativo nervosismo sui mercati che potrebbe condizionare soprattutto i rendimenti dei paesi periferici.

Sul mercato corporate, resta forte l'interesse degli investitori, in stretta connessione con il proseguimento degli acquisti della Bce che alimenta aspettative di una ulteriore riduzione dei rendimenti nei prossimi

mesi. L'effetto di riduzione degli spread ha interessato anche il mercato dei titoli High Yield, sia per la maggiore propensione al rischio che ha caratterizzato gli ultimi mesi, sia per la fisiologica maggiore domanda in presenza di un mercato più rarefatto sul segmento investment grade. Tali tendenze dovrebbero in prospettiva consolidarsi, rendendo tale segmento uno dei più appetibili nel corso del prossimo anno.

I mercati azionari sono risultati quelli più incerti nel 2016, dopo le fasi positive degli anni precedenti. Soffre maggiormente il mercato dell'area Uem e, all'interno di esso, quello italiano, per il maggior peso del settore bancario. Tale fattore sarà tra i più dominanti anche nei prossimi trimestri, nei quali il sistema bancario italiano dovrà affrontare in maniera strutturale il nodo della riduzione dello stock di sofferenze, oltre alla ricapitalizzazione che interesserà alcuni tra i principali istituti di credito. E' evidente che tali fattori sono determinanti per poter ripristinare un clima di maggior fiducia sul segmento bancario italiano e al contempo, genererà ancora molta volatilità su tutto il mercato.

Negli Stati Uniti invece i listini sono ai massimi storici, sia pur con un andamento anche in questo caso meno lineare rispetto ai mesi passati.

In linea generale, i mercati azionari restano esposti a diversi fattori di rischio nel breve termine, che potrebbero interrompere la fase di risk-on vista finora. Nonostante la volatilità sia su valori storicamente contenuti, diversi fattori, in parte già delineati, come l'incertezza sui tempi del prossimo rialzo dei tassi negli USA, l'avvicinarsi di alcuni appuntamenti politici in USA e UEM e la vulnerabilità del settore bancario europeo, e italiano in particolare, potranno aumentare i rischi di correzione al ribasso per i mercati. L'Equity Risk Premium è ancora molto elevato se confrontato con medie storiche su diversi orizzonti perché incorpora prospettive di crescita economica incerte oltreché dubbi sull'efficacia delle politiche monetarie, fattori che potrebbero indicare una maggiore cautela per le asset class più rischiose. Dal punto di vista dei fondamentali, tuttavia, i mercati non appaiono surriscaldati e nel medio termine potrebbero prevalere aspettative positive, soprattutto per l'UEM: le misure di stimolo della BCE e il proseguimento della ripresa economica continueranno a sostenere i mercati azionari, le cui valutazioni derivanti dai multipli di borsa sono ancora favorevoli.

Il contesto corrente e prospettico dei mercati finanziari rende le scelte di asset allocation ancora complesse; la situazione di rendimenti obbligazionari contenuti, soprattutto sul segmento governativo, rende necessaria l'assunzione di maggiori rischi per poter ottenere rendimenti in linea con i propri target istituzionali. Questo, associato ad un probabile incremento della volatilità obbliga a maggiore diversificazione non soltanto tra aree geografiche ma anche tra diversi stili di gestione, con l'obiettivo di decorrelare per quanto possibile la dinamica dei portafogli, rendendola meno sensibile ai momenti accidentali che potranno interessare i mercati finanziari. In ottica più strategica, la dinamica attesa dei mercati finanziari, che risulta comunque modificata in modo strutturale rispetto ai cicli passati, rende sempre più necessaria una verifica della sostenibilità degli obiettivi inserita in un contesto di medio-lungo termine, in maniera da poter determinare con sufficiente confidenza, il grado di volatilità che si è disposti a sostenere e, conseguentemente, il livello su cui stabilizzare l'evoluzione delle proprie passività.

2**LINEE GUIDA NELLA GESTIONE DEL PATRIMONIO DELL'ENPACL**

E' ormai divenuta prassi consolidata per la Cassa, in linea con quanto previsto dalla normativa vigente, l'impostazione delle proprie politiche di impiego delle risorse attraverso l'adozione della metodologia ALM, sviluppata con il supporto di Prometeia Advisor.

L'aggiornamento dell'analisi ALM, finalizzato alla revisione dell'Asset Allocation Strategica (AAS) di medio / lungo termine, tiene conto del Bilancio tecnico al 31/12/2014 elaborato rispetto al nuovo Regolamento di Previdenza.

Tale Bilancio Tecnico (redatto nell'aprile 2016) tiene conto della quota di pensione calcolata con il metodo contributivo, sul montante ottenuto rivalutando i contributi (dal 01/01/2013) sulla base del 90% del rendimento medio netto dell'Ente, realizzato nel quinquennio precedente quello da rivalutare, con una rivalutazione minima pari all'1,5% e una rivalutazione massima pari alla variazione media quinquennale del PIL (L. n. 335/1995).

In termini di target di rendimento di equilibrio della Cassa, vengono pienamente confermati i risultati post riforma: rendimento reale in ulteriore riduzione (pari a 4,1%) che si allineerà gradualmente a quello ALM man mano che verranno meno le prestazioni retributive.

Il processo di ottimizzazione è stato sviluppato in logica di gradualità, tenendo anche conto dell'architettura di portafoglio in corso di implementazione; la proposta di asset allocation per il 2017, quindi, mantiene continuità relativamente all'obiettivo di rendimento reale di lungo periodo che il patrimonio dovrà realizzare; si segnala tuttavia la necessità di assumere qualche maggior rischio prospettico sull'attivo in ragione dello scenario atteso di mercato (nello specifico, rendimenti obbligazionari governativi a 5 anni vicini allo 0% e volatilità attesa in rialzo).

In termini di rischi di ALM, l'asset allocation proposta evidenzia, sia nel medio che nel lungo termine (15/30 anni), un profilo leggermente più efficiente rispetto all'attuale allocazione, come testimoniato dal livello di funding ratio leggermente superiore a quello dell'asset allocation attuale (a 30 anni 84,8% vs 82,8%), dallo shortfall risk (livello di funding ratio atteso nel 5% dei casi peggiori), nonché da una probabilità superiore di realizzare la piena capitalizzazione su tale orizzonte temporale (30,2% vs. 28,2% dell'allocazione attuale).

Al fine di mitigare l'impatto di tale incertezza, la Cassa prosegue nel processo di diversificazione dei propri investimenti, sia per classi di attività e fattori di rischio associati che tra investimenti volti a generare il rendimento reale target dell'ALM con la minore discontinuità possibile e quelli meno correlati con l'evoluzione del passivo, ma potenzialmente in grado di generare, nel medio termine, un rendimento reale superiore a quello target dell'ALM.

Va inoltre ricordato come l'effetto delle varie forme di diversificazione è continuamente valutato nel sistema di controllo del rischio, assoluto e relativo all'evoluzione dei mercati finanziari, che Enpacl ha costruito a supporto del proprio processo di investimento.

Tale processo dovrà tener sempre più conto delle modalità di investimento adottate dalla Cassa, le quali hanno visto negli ultimi anni un marcato incremento dell'utilizzo di strumenti gestiti.

In ragione di ciò, la modalità di rappresentazione proposta, in continuità allo scorso anno, tiene in debita considerazione le classi di investimento e il loro contributo in termini di diversificazione, dando una rappresentazione puntuale delle aree in cui il patrimonio è investito.

Il risultato del processo di ottimizzazione, che potrà essere ottenuto sia con l'impiego dei nuovi flussi di cassa che ottimizzando il portafoglio esistente, è riepilogato nella tabella qui sotto riportata:

asset class	attuale 30/06/16		preventivo 2017
	Mln€	%	%
immobili diretti e fondi immobiliari	246,48	29,2%	26,0%
liquidità e strumenti monetari	34,00	4,0%	3,0%
obbligazioni governative	66,47	7,9%	10,0%
obbligazioni gov. Inflation linked	125,89	14,9%	14,0%
obbligazioni corporate	52,71	6,3%	9,0%
azioni	142,60	16,9%	16,0%
alternativi	174,65	20,7%	22,0%
Totale patrimonio	842,80	100,0%	100,0%

Nota: l'asset allocation non considera le obbligazioni fondiarie, rappresentando un investimento connesso alle finalità istituzionali dell'Ente. Tali strumenti, unitamente ai crediti vs iscritti, vengono considerati nell'analisi integrata attivo – passivo e stima del funding ratio.

Come in ogni esercizio probabilistico, i pesi ottimali devono essere considerati valori centrali di intervalli di confidenza, per tenere conto dell'evoluzione dei prezzi di mercato e consentire un'operatività adeguata alle funzioni preposte dell'Ente. Nel caso dell'ENPACL, anche per l'esercizio 2017 tali intervalli di confidenza assumono le seguenti ampiezze:

- ✓ Immobili: - 3% ; +2%
- ✓ Liquidità e Obbligazioni: -3% ; +4%
- ✓ Azioni e Alternativi: -4% ; +3%

Per quanto concerne l'esercizio 2017, si stima che l'asset allocation sopra riportata produca i seguenti risultati in termini di rendimento del Bilancio di Esercizio (indicatore da confrontare con il target indicato nel Bilancio Tecnico):

- ✓ circa il 64% di probabilità di un rendimento almeno pari all'inflazione attesa (stimata allo 1,3% per il 2017);
- ✓ circa il 74% di probabilità di un rendimento almeno pari alla media mobile quinquennale del PIL nominale italiano (parametro di riferimento della previdenza di primo pilastro nel nostro Paese, stimata pari a 0,3% per il prossimo anno);

- ✓ circa il 56% di probabilità di un rendimento almeno pari al 2,0% (target fino al 2020 del Bilancio Tecnico dell'Ente, con ipotesi di inflazione stabilmente pari al 1,5%).

Nel seguito un sintetico commento all'allocazione sulle diverse macro classi di attività.

Investimenti immobiliari diretti

La Cassa investe già una quota importante del proprio patrimonio nel mercato immobiliare (circa il 29%), il 40% della quale attraverso investimenti diretti, interamente domestici, e il restante 60% attraverso investimenti indiretti: 43% fondo dedicato e 17% fondi immobiliari, residenziali e social housing, diversificati per area geografica anche nel mercato berlinese e americano.

Nella logica del conseguimento di una redditività reale il mercato immobiliare, grazie ad una verificata correlazione con l'inflazione nel lungo termine, è sicuramente una importante classe di attività strategica all'interno del patrimonio della Cassa, seppur sia opportuno avviare un percorso di graduale riduzione dell'esposizione e proseguire quello di ottimizzazione del profilo di redditività della componente.

Sotto questo secondo profilo, l'Ente ha avviato da qualche anno un importante processo di evoluzione del modello gestionale, sfociato nella creazione del Fondo Immobiliare dedicato "Bernini", gestito da Sorgente SpA al quale, a fine 2015, è avvenuto il primo apporto di 7 immobili di proprietà della Cassa.

Questo ultimo passaggio rappresenta senza dubbio un efficientamento sia in termini gestionali che di redditività, migliorando il profilo dei proventi al netto di costi e fiscalità, che penalizzavano eccessivamente la redditività da locazione.

La graduale riduzione della classe immobiliare è ottenuta quasi interamente per "effetto inerziale", all'aumentare del patrimonio complessivo.

Investimenti in Liquidità e Strumenti Monetari

La liquidità, asset class fisiologica per far fronte alle esigenze di pagamento di breve termine e di impegni con tempistiche scarsamente prevedibili (richiami fondi chiusi), è un asset class residuale poiché l'obiettivo è da sempre quello di mantenere le giacenze sul conto corrente in misura contenuta; alla logica consueta di voler favorire investimenti che diano maggiore redditività, si aggiunge dal 2016 l'introduzione della Direttiva europea di armonizzazione per prevenire e gestire le crisi delle banche e delle imprese di investimento (il cosiddetto bail-in).

Considerando, quindi, entrambe le precedenti motivazioni, si può senza dubbio affermare che le risorse dovranno essere allocate mantenendo una riserva di tesoreria fisiologica ma estremamente contenuta e diversificata in termini di rischio controparte.

La dinamica attesa dell'euribor a 3 mesi, desumibile dai futures quotati, conferma previsioni di tassi monetari in territorio negativo per tutto il 2017 ed oltre.

Al fine di ottimizzare ulteriormente la gestione della liquidità, e soprattutto di ridurre il rischio delle controparti bancarie, al conto corrente e alle operazioni di pronti contro termine / time deposit, è previsto anche il possibile impiego di forme di investimento messe a disposizione da compagnie

assicurative (polizze di capitalizzazione) o anche da società di gestione del risparmio (fondi di investimento monetari / cash plus).

Investimenti in Obbligazioni

Sui titoli governativi la volatilità sembra destinata ad aumentare, in un contesto prospettico che vede comunque ancora rendimenti compressi, tenendo conto del grado espansivo delle politiche monetarie; i prossimi appuntamenti elettorali in Europa, inoltre, potrebbero generare qualche tensione sui titoli dei paesi periferici, generando quindi una ulteriore preferenza relativa verso investimenti più diversificati anche su aree geografiche caratterizzate da fasi più avanzate del ciclo economico.

Di conseguenza l'Ente, nella graduale costruzione del portafoglio obbligazionario a copertura degli impegni futuri, dovrà cercare la massima diversificazione anche in termini di esposizione al rischio di credito, tenendo comunque in considerazione l'attuale contesto che vede i tassi di interesse di lungo termine orientati al rialzo, in particolare negli Stati Uniti, a cominciare molto probabilmente già dal prossimo mese di dicembre.

In termini di modalità di gestione si ritiene più efficiente focalizzare la gestione della duration reale prevalentemente attraverso acquisti diretti di obbligazioni indicizzate all'inflazione, demandando la diversificazione a gestori professionali, potenzialmente più reattivi in uno scenario sempre più complesso sul versante obbligazionario.

Governativo

Per il profilo di rischio e la tipologia di flussi passivi della Cassa l'investimento e la gestione del comparto obbligazionario governativo assume elevata importanza. Tale componente permette di mettere in atto strategie di copertura e replica parziale dei rischi di tasso impliciti nel passivo.

Si conferma l'indicazione di proseguire il processo di accumulo di tali strumenti, pur in un contesto di attenzione all'esposizione al rischio di tasso e tenendo in considerazione le condizioni e le opportunità di volta in volta offerte dal mercato, con l'obiettivo di mantenere una struttura semplice del portafoglio obbligazionario.

La diversificazione geografica internazionale, anche sui paesi emergenti, viene garantita dalla strategia affidata al gestore delegato del comparto Multistrategia, rispetto al quale si continua a prevedere un graduale piano di accumulo in base ai flussi contributivi, in modo tale da ribilanciare la strategia all'aumentare del patrimonio della Cassa.

Per quanto riguarda la diversificazione della tipologia tasso, si continua a prevedere la medesima ripartizione tra tasso fisso e inflation linked. Le scadenze dovranno essere calibrate sulle risultanze delle analisi di ALM e comunque avranno l'obiettivo di aumentare la duration reale del patrimonio per avvicinarla a quella stimata per le passività.

La strategia di investimento in ottica ALM si propone di colmare gradualmente il gap di duration reale tra attivo e passivo, al fine di incrementare il funding ratio e renderlo meno variabile rispetto alle condizioni di mercato (come è avvenuto ad esempio nel primo semestre 2016 per effetto evidenza dell'importante

discesa dei tassi reali). Per evitare penalizzazioni in conto capitale, inutili nella logica da cassetista (“buy & hold”) con la quale la Cassa andrà di norma a detenere direttamente tali titoli, si conferma l’opportunità di ricorrere alla classificazione tra le immobilizzazioni finanziarie dei titoli ad elevata duration reale.

Corporate

Per quanto riguarda la classe di investimenti in titoli societari, il peso della componente strategica prevista in portafoglio indica un leggero incremento rispetto alla quota attuale anche perché, nonostante il recente rialzo degli spread, il mercato corporate resta interessante, soprattutto nell’area Uem in funzione della prosecuzione degli acquisti effettuati dalla BCE.

Si ricorda che, con l’allargamento delle investment guidelines affidate al gestore del comparto dedicato del credito, si sono di fatto inclusi gli investimenti nelle emissioni ad alto rendimento (high yield e/o paesi emergenti), e in piccola parte anche alle obbligazioni convertibili. In generale rimane fondamentale un’attenta diversificazione, non solo in termini di merito di credito ma anche settoriale e per liquidità della singola emissione e del debito complessivo dell’emittente.

Nell’ottica del conseguimento di una maggiore redditività, pur con rischio rigorosamente controllato, si ritiene opportuno ampliare l’operatività della gestione obbligazionaria diretta, utilizzando opzioni e swaps e tramite strategie di arbitraggio sui titoli in portafoglio, a fronte di plusvalenze significative in termini percentuali. Il sempre più ampio ricorso a titoli inflation linked, peraltro, amplia le opportunità di arbitraggio anche alla curva dei tassi reali e tra tassi reali e tassi nominali.

Investimenti in Azioni

Per quanto riguarda la componente azionaria, è previsto un leggero incremento del peso strategico anche perché le attese restano quelle di un mercato tendenzialmente conveniente in termini relativi in un’ottica di medio termine, seppur con diversi aspetti che ne possono condizionare gli andamenti nel breve termine; tra questi vi sono certamente le scadenze elettorali che ci attendono da qui a circa un anno, le attese conferme sul consolidamento della ripresa dell’attività economica e, nell’area Uem, le aspettative sull’evoluzione del sistema bancario.

Appare inoltre necessario proseguire nel processo di diversificazione geografica, settoriale e di stile di gestione, soprattutto flessibile, sia puntando ad azioni con un elevato dividend yield e un’attesa di rivalutazione reale di medio lungo termine (investimenti “core”) che utilizzando strumenti gestiti per diversificare il portafoglio e gestire l’asset allocation tattica, in modo da perseguire un incremento del rendimento reale atteso.

Nell’ottica di adottare una detenzione indiretta e maggiormente diversificata (geograficamente e settorialmente) degli investimenti azionari, al fine di evitare di correre rischi specifici che in fasi di marcata volatilità delle quotazioni e alta dispersione dei rendimenti potrebbero penalizzare le performance di portafoglio, si è già dallo scorso anno allargata la strategia conferita al gestore del comparto dedicato, includendo anche investimenti in paesi emergenti e strumenti azionari small cap.

L'Ente potrebbe inoltre valutare di inserire una gestione azionaria specializzata in titoli previa creazione di un comparto dedicato, in analogia a quanto già fatto per la componente credito. Ciò al fine di inserire una componente di alfa di portafoglio, che consenta anche la diversificazione rispetto al gestore già in portafoglio, nel contesto di un modello di portafoglio che vede accentrato nella piattaforma di investimento le componenti strutturali dell'asset allocation del patrimonio della Cassa.

Oltre agli investimenti azionari tradizionali, si ritiene opportuno ampliare l'investimento in strategie azionarie flessibili, sempre attraverso strumenti gestiti, che possano mitigare la volatilità e ridurre il drawdown nelle fasi di correzione del mercato (si veda Alternativi).

Alternativi

Questa categoria di attivi viene inserita nell'asset allocation strategica con un peso in leggero aumento rispetto al posizionamento attuale (20,7% ca.) e pari al 22% del patrimonio complessivo, nella logica di arricchire il portafoglio con investimenti quanto più possibile su classi di attività legate all'economia reale e decorrelate rispetto a quelle già presenti in portafoglio, cercando anche di incrementare i rendimenti in una prospettiva opportunistica di breve – medio termine.

All'interno della classe di investimenti alternativi, sono distinte le forme illiquide (FIA) e le forme liquide (Ucits), entrambe con una quota strategica dell' 11%.

La componente FIA (al momento 48% del totale alternative), è costituita prevalentemente da fondi real estate infrastrutturali, ai quali seguono fondi private equity ed un hedge fund; è stato inoltre effettuato un primo investimento in un fondo di private debt. Per l'anno 2017 si prevede, in un contesto di sostanziale stabilizzazione della componente, di aumentare la diversificazione di tale classe di attivo, privilegiando investimenti nel settore private debt / infrastrutturale anche per ragioni legate alla normativa per usufruire del Credito di imposta (DM 19 giugno 2015).

Per quanto riguarda le società non quotate nei mercati regolamentati, si tratta di investimenti in fondi di venture capital, private equity e private debt, tipicamente nella forma chiusa che, seppur caratterizzata da un profilo di redditività attesa più interessante, necessitano di attente procedure di selezione e di un processo di costante monitoraggio della gestione, da implementarsi anche attraverso i presidi che la legge prevede per i sottoscrittori.

In ottica ALM, è molto importante che la redditività attesa di tali strumenti sia, in termini di IRR, superiore all'inflazione realizzata nel periodo di detenzione dell'investimento, con uno spread proporzionale al grado di rischiosità dell'investimento stesso.

In merito alla componente di investimento in strategie flessibili e a rendimento assoluto, si prevede un leggero incremento rispetto alla quota attualmente in portafoglio, con la logica di costruire un portafoglio di fondi diversificato per strategie ed aree geografiche, che sia in grado di generare redditività indipendentemente dall'andamento dei mercati tradizionali, sia in termini di correlazione che di drawdown nei periodi di forte correzione. Data la complessità di tali strategie l'Ente implementerà tale componente attraverso la creazione di un comparto ad hoc che investa in tale tipologie di fondi,

consentendo nel contempo la massima diversificazione possibile e il monitoraggio continuo dei fondi sottostanti.

3.	L'ORGANIZZAZIONE DEL PORTAFOGLIO OTTIMALE: IL 2017 ED IL COMPLETAMENTO DELLA PRIMA FASE DEL PROCESSO DI EFFICIENZA E CONTROLLO DELLA
----	--

Le Logiche gestionali

La gestione patrimoniale dell'ENPACL avviene secondo logiche tattiche improntate alla ottimizzazione complessiva del portafoglio, in cui gli strumenti di investimento sono strutturati in quattro aree:

- un'area di gestione diretta del portafoglio definita di "portafoglio assicurativo", con investimenti in strumenti di tesoreria, costituito da investimenti di liquidità, titoli di Stato, polizze di capitalizzazione (il cui sottostante sono a loro volta titoli di Stato gestiti come "cassettisti" ad obiettivo di rendimento assoluto) ed altri strumenti di tipo sistemico come le citate azioni di Banca d'Italia, i cui obiettivi di redditività siano complessivamente coerenti con il modello di analisi attivi / passivi o modello ALM dell'Ente);
- un'area di gestione diretta del portafoglio rappresentata da investimenti di tipo "immobiliare" (in cui entrano come detto anche i fondi immobiliari non infrastrutturali);
- un'area di gestione delegata in fondi di investimento a mercato;
- un'area investita in fondi flessibili e strumenti alternativi non liquidi.

L'analisi del portafoglio dell'ENPACL

Questa la ripartizione del portafoglio in base alle quattro aree sopra definite e per categorie di investimento (Assets) aggiornata al 22 settembre 2016:

ALM	
Portafoglio strategico	Portafoglio in delega
Portafoglio Assicurativo (21%) 22,98%	Portafoglio di mercato (30%) 30,61%
Portafoglio Immobiliare (23%) 26,60%	Portafoglio alternativo (26%) 19,82%

ASSETS	Peso assets
Liquidità	7%
Obbl. Gov. IL	14%
Obbligazionario Gov.	8%
Obbl. Corp.	10%
Azionario	15%
Alternativi	20%
Fondi Immobiliari	16%
Immobiliare diretto	10%

Analisi della redditività del patrimonio

La redditività prodotta dal portafoglio investito come sopra definito si conferma in linea con gli obiettivi del modello di definizione della allocazione strategica (modello di analisi attivi / passivi o modello ALM) che definisce il benchmark di riferimento del portafoglio. Anche il grafico dell'andamento del portafoglio da inizio anno è in linea con una redditività obiettivo intorno al 3%. Gli indicatori di rischio presentano un andamento della redditività stabile, ed anch'essa in linea con la rischiosità delle allocazioni strategiche obiettivo.

indicatori rendimento e rischio		-1m	-3m	da inizio anno	-12m
rendimento					
<i>rendimento composto</i>	<i>portfolio</i>	0,36%	2,07%	3,03%	4,64%
	<i>benchmark (AAS)</i>	0,18%	2,09%	3,86%	3,86%
	<i>delta</i>	0,18%	-0,02%	-0,83%	0,78%
rischio *					
<i>deviazione standard</i>	<i>portfolio</i>	2,16%	3,10%	3,74%	3,67%
	<i>benchmark (AAS)</i>	2,37%	2,55%	3,18%	3,18%
<i>downside deviation</i>	<i>portfolio</i>	1,38%	2,02%	2,63%	2,59%
	<i>benchmark (AAS)</i>	1,77%	1,67%	2,08%	2,08%
<i>drawdown</i>		0,40%	1,35%	3,96%	5,28%
<i>tempo di recupero (settimane)</i>		1	1	9	21

rendimento da inizio anno



* le misure sono espresse su base annua

I fondi alternativi di tipo chiuso (FIA) sono i seguenti:

Portafoglio alternativo - Componente in fondi chiusi (FIA)

Fondo Chiuso	Scadenza	Target	Data sottoscriz.	Quote o nominale	Impegno sottoscritto	Richiamato al 30/06/2016	Da richiamare	Rimborsi di capitale	Dividendi	Costo al 30/06/2016*	NAV	Var. Storica %**
F2i - Fondo Italiano per le Infrastrutture	2024	Infrastrutture	30/11/2007	60	60.000.000	55.652.247	4.347.753	18.233.925	5.062.935	37.418.322	49.158.919	31,38%
Clean Energy One	2035	Fondo Energie Rinnovabili	18/09/2009	169	8.450.000	8.450.000	-	1.049.738	1.789.417	7.400.262	8.635.995	16,70%
Fondo Investimenti Rinnovabili	2020	Fondo Energie Rinnovabili	08/04/2010	968,457	25.000.000	24.211.376	788.624	4.333.077	-	19.878.299	14.663.285	-26,23%
Optimum Evolution Fund SIF	in liquidazione	Immobiliare Germania	18/12/2009	1.242,970	10.000.000	10.000.000	-	12.978.900	1.600.000	1.242.970	1.803.987	45,14%
Optimum Evolution Fund SIF Property II	2021	Immobiliare Germania	06/09/2012	9.302,957	10.000.000	10.000.000	-	-	1.577.534	10.000.000	12.339.535	23,40%
Optimum Evolution Fund SIF Property III	2024	Immobiliare Germania	18/01/2016	6.487,488	7.000.000	7.000.000	-	-	127.556	7.000.000	7.047.358	0,68%
Optimum Evolution Fund SIF-USA Property I	2023	Immobiliare USA	04/12/2014	10.000,000	10.000.000	10.000.000	-	-	737.626	10.000.000	11.840.000	18,40%
CdP Fondo investimenti per l'abitare	2040	Social housing	30/06/2011	4,68	8.000.000	2.447.020	5.552.980	-	-	2.447.020	2.208.813	-9,73%
Fondo FIP	2019	Immobili Pubblici	19/11/2013	70,00	8.289.497	8.289.497	-	2.062.512	1.437.909	7.020.848	6.439.972	-8,27%
Fondo Immobiliare Bernini	2030	Fondo immobiliare ad apporto	23/12/2015	2.124,00	106.200.000	106.200.000	-	-	-	106.200.000	106.434.623	0,22%
RiverRock HICF	2024	Privet Debt	14/01/2016	10.000,00	10.000.000	153.776	9.846.224	-	-	153.776	153.776	-
					€ 262.939.497	€ 242.250.141	€ 20.535.580	€ 38.658.152	€ 12.332.976	€ 208.607.721	€ 220.572.488	5,74%

Nel 2016 fino alla data di analisi (22/09/2016) vi sono stati rimborsi complessivi sui fondi di tipo chiuso per un valore complessivo di 2,8 milioni di euro.

Risultano inoltre deliberati e ancora da versare impegni per 20,5 milioni di euro, di cui 5,1 milioni relativi a fondi infrastrutturali, 5,6 milioni inerenti fondi chiusi immobiliari e 9,8 milioni riguardanti fondi di private debt.

Componente Immobiliare

Per quanto riguarda il portafoglio immobiliare, le due quote preponderanti sono rappresentate dalla componente di immobili diretti (40%) e dal fondo dedicato Bernini (43%), investiti interamente nel mercato italiano; ad esse si affianca la quota di fondi real estate residenziali e social housing (17%),

diversificati per area geografica anche in investimenti nel mercato berlinese e americano. Il progetto fondo immobiliare ad apporto (FIA)

Ai fini dell'ottimizzazione del patrimonio immobiliare, l'ENPACL ha costituito il fondo immobiliare ad apporto di diritto italiano denominato "Bernini" le cui caratteristiche sono:

- durata 15 anni, coerentemente con gli interventi sui singoli cespiti, la loro riqualificazione e messa a reddito, le eventuali dismissioni ed acquisti per l'ottimizzazione del portafoglio;
- obiettivo di raccolta 150 milioni di euro, nella prima fase si sono apportati gli immobili sopra indicati;
- scopo è la gestione professionale del patrimonio immobiliare nell'interesse esclusivo dell'Ente, finalizzata alla valorizzazione dello stesso, con un orizzonte temporale di medio/lungo periodo, per l'ottenimento di un rendimento obiettivo ottimizzante, individuato intorno al 7% lordo, in parte distribuito a seguito della redditività degli affitti ed in parte realizzato attraverso la gestione investimenti/ smobilizzi.

Essendovi tra gli obiettivi dell'apporto anche l'ottimizzazione della redditività maturata sull'investimento, si valuta fin d'ora la prospettiva redditività sul 2017 del fondo, che matura e distribuisce i ricavi da locazioni con obiettivo inflazione +2%.

Il piano di sviluppo delle redditività, comprensivo delle plusvalenze, prevede poi una ottimizzazione anche nella gestione delle conduzioni e degli interventi di manutenzione, graduato in base al piano stesso, che riguarda gestione, dismissioni e nuovi investimenti, sempre di natura immobiliare.

Il primo apporto, coincidente con l'avvio del neo costituito fondo immobiliare ad apporto di diritto italiano denominato Bernini, ed avvenuto il 23 dicembre 2015 è stato posto in essere secondo il seguente schema:

Apporto di beni

DESCRIZIONE			VALORI		PESO	
UBICAZIONE	DESTINAZIONE PREVALENTE	NUM. UNITA' IMM.	VALORE BILANCIO	ULTIMA STIMA VALORE MERCATO	% CESPITE SU TOTALE IMMOBILI	VALORE APPORTO
Via S. R. Apostoli 36	Albergo	3	24.515.169	23.980.000	13,41%	20.370.000
Via C. Colombo, 456	Ufficio	19	24.302.446	25.540.000	14,28%	23.445.000
Via Marcellina 7/11/15	Ufficio	1	16.808.116	17.200.000	9,62%	21.090.000
Via E. Jenner 147	Ufficio	1	6.450.856	6.993.000	3,91%	6.928.000
Via Tiburtina km 18,300	Commercial e	1	4.740.119	4.480.000	2,50%	4.838.000

Via Sante Vandi 115	Residence	1	5.282.087	4.708.000	2,63%	4.858.000
Viale Richard – Milano	Ufficio	8	6.781.834	7.086.000	3,96%	6.952.000
Immobili apportati al fondo Bernini come prima tranche			88.880.627	89.987.000		88.481.000

Apporto cash: euro 19.000 di conguaglio, oltre ad euro 17.700.000 di liquidità, ovvero liquidità a supporto della gestione, per complessivi euro 106.200.000 di valore iniziale del Fondo Bernini.

A seguito di tale apporto gli immobili che restano di proprietà diretta dell'ENPACL sono:

DESCRIZIONE			VALORI		PESO	REDDITIVITA'
UBICAZIONE	DESTINAZIONE PREVALENTE	NUM. UNITA' IMMOBILIARI	VALORE A BILANCIO	ULTIMA STIMA VALORE DI MERCATO	% CESPITE SU TOTALE IMMOBILI	REDDITIVITA' LORDA ANNUALIZZATA
Via Sabatino Gianni 121	Ufficio	1	7.684.618	7.900.000	8,89%	2,37%
Via Zoe Fontana 2	Ufficio	1	11.228.197	11.800.000	13,28%	1,40%
P.zza A. C. Sabino 67	Abitativa	38	6.447.136	10.600.000	11,93%	3,80%
Via Sante Vandi 71	Abitativa	10	2.235.373	2.354.000	2,65%	3,44%
Via Fortunato Depero 76	Ufficio	2	18.332.450	18.770.000	21,12%	9,82%
Via Sante Vandi 124	Albergo	1	7.313.807	8.756.000	9,85%	0,00%
Viale Caravaggio – Locato	Ufficio	4	7.658.673	6.709.292	7,55%	2,92%
Viale Caravaggio - Sede	Ufficio	1	25.102.446 (*)	21.990.708	24,74%	0,00%
TOTALE ASSET IMMOBILIARE		58	86.002.700	88.880.000	100%	4,41%

(*) al lordo degli ammortamenti

Per scelta strategica non si apporterà l'immobile sito in V.le del Caravaggio 78, sede dell'Ente, già escluso dall'universo apportabile in quanto bene strumentale per l'ENPACL e le realtà istituzionali della categoria dei Consulenti del Lavoro.

Gli altri immobili che non sono stati oggetto del primo apporto saranno valutati di volta in volta in base ad analisi di tipo strategico tattico correnti con il modello di allocazione del tipo ALM (gestione attivi passivi), oggetto di approfondimenti nel prossimo paragrafo dedicato alle valutazioni strategiche 2017.

Dalla tabella sopra riportata si sottolineano le voci principali, rappresentate da:

- gli interessi sui titoli di Stato detenuti direttamente dall'ENPACL, che si confermano in continuità rispetto ai valori del bilancio consuntivo, sono e gestiti secondo la stessa logica, stile "tesoreria". Tali attivi sono gestiti con obiettivo redditività, coerentemente con l'ALM, ma determinano

talvolta plusvalenze da realizzo valori mobiliari laddove come avvenuto ad aprile 2016 si registrino opportunità di smobilizzo a prezzi di mercato particolarmente interessanti.

- le plusvalenze da realizzo valori mobiliari che si sono registrate nel 2016, oltre alle plusvalenze maturate sui titoli di Stato sono avvenute anche a seguito delle operazioni di smobilizzo dei fondi corporale gestiti da SEB e dei fondi azionari globali gestiti da Anima, in corso di reinvestimento nei fondi ENPACL Credito ed ENPACL Multistrategia al fine di procedere con la riorganizzazione dell'area di investimento a mercato. Si procederà secondo queste modalità sia già nel 2017, aumentando le esposizioni a Credito e Multistrategia. Per quanto attiene le gestioni alternative si agirà sui fondi flessibili con logica attiva, delegando ad un gestore tattico le ulteriori strategie di tipo flessibile rispetto a quelle già in essere. L'operatività sarà orientata alla creazione di un comparto flessibile fondo di fondi nell'ambito della Sicav dedicata ENPACL Multilabel, producendo ulteriori proventi da realizzo sui fondi flessibili in essere man mano che verranno smobilizzati per apportarli al fondo flessibile.
- gli altri proventi sono utili da cedole e dividendi distribuiti nei fondi ENPACL Multistrategia e Credito, e proventi attesi come distribuzione dal fondo immobiliare "Bernini", che cumula i ricavi 2016 e 2017 da canoni di locazione sugli immobili apportati al fondo, al netto dei relativi costi. Da maggio 2016 entrano nei proventi anche i dividendi delle azioni Banca d'Italia, che rendono un 4,5% dell'investito pari ad euro 30 milioni. Questo investimento segue la logica di gestione della tesoreria.

A seguito delle valutazioni strategiche aggiornate al settembre 2016 si sono delineate le seguenti allocazioni:

ASSET	AAS 2016	AAS 2017	Peso minimo	Peso massimo
Liquidità	4%	3%	0%	7%
Obbl. Gov. IL	15%	14%	11%	18%
Obbligazionario Gov.	10%	10%	7%	14%
Obbl. Corp.	8%	9%	6%	13%
Azionario	14%	16%	14%	19%
Alternativi	26%	22%	19%	24%
Fondi Immobiliari	13%	16%	13%	18%
Immobiliare diretto	10%	10%	7%	12%

Strategie ed investimenti tattici, la revisione per il piano 2017

Le scelte di investimento dell'EnpacL sono frutto di un processo di investimento che parte dall'obiettivo dell'equilibrio previdenziale, studiato attraverso il modello di analisi di attivi e passivi dell'Ente, che tende all'ottimizzazione di lungo periodo (stress test fino a 50 anni).

Tale processo segue i seguenti passaggi:

- aggiornamento del modello di analisi attivi e passivi dell'Enpacl e definizione degli obiettivi strategici sulla base dei quali si costruisce l'allocazione strategica del patrimonio. L'aggiornamento del modello è curato dall'advisor finanziario, a supporto della preparazione del piano investimenti. Esso avviene semestralmente, a fine giugno e a fine anno;
- individuazione degli obiettivi strategici, che consentono di mantenere l'equilibrio di lunghissimo termine tra attivi e passivi prospettici dell'Ente. Il citato advisor, alla luce dei calcoli così aggiornati, individua le esposizioni strategiche per ciascuna categoria di investimento, suggerendo pertanto l'allocazione ideale del patrimonio dell'Ente, che procede con la delibera degli investimenti tattici;
- predisposizione delle prassi operative del processo di investimento;
- individuazione delle analisi di rischio ed organizzazione dei controlli;
- valutazioni di investimento tattico ed approfondimenti sui sottostanti gli investimenti indiretti tramite fondi;
- monitoraggio su ciascuno strumento di investimento, sia esso diretto che indiretto.

Indirizzi guida nella ottimizzazione 2016 e 2017

L'allocazione proposta, ottimizzata in chiave ALM (orizzonte temporale analizzato nel modello pari a 50 anni), esposta nella tabella sopra riportata, evidenzia la necessità di assumere maggiori rischi prospettici in ragione delle mutate condizioni di mercato, ma soprattutto delle nuove evidenze di natura attuariale.

L'*asset allocation* proposta (definita in continuità rispetto alle allocazioni strategiche 2016) realizza una ulteriore maggiore diversificazione, tesa a migliorare l'efficienza del portafoglio, per fronteggiare un *funding ratio* atteso in discesa, per effetto dei maggiori passivi totali di lungo periodo, che vengono scontati a tassi di interesse più bassi, ed un incremento del profilo di redditività e rischiosità attesi (il profilo di sostenibilità prospettica dell'Ente presenta un rendimento reale obiettivo pari a 4,1%, rispetto al precedente 4,4%).

L'aggiornamento ALM tiene conto del Regolamento vigente, che prevede un ricalcolo del montante ottenuto rivalutando i contributi (dal 01/01/2013) sulla base del 90% del rendimento medio netto dell'Ente, realizzato nel quinquennio precedente quello da rivalutare, con una rivalutazione minima pari all'1,5% e una rivalutazione massima pari alla variazione media quinquennale del PIL.

Occorre pertanto assumere gradualmente maggiori rischi prospettici, aumentando parallelamente il livello di diversificazione del patrimonio complessivo:

- per la componente obbligazionaria ciò significa incrementare la diversificazione per tipologia tasso fisso e comunque con l'obiettivo di aumentare la durata media del patrimonio per avvicinarla a quella stimata per le passività
- per la componente obbligazionaria ad alto rendimento e investimenti alternativi invece si traduce in un aumento delle esposizioni.

APPENDICE I: GLOSSARIO DEI TERMINI FINANZIARI

Absolute return (rendimento assoluto)

Il ritorno assoluto è una misura di guadagno o di perdita su un portafoglio d'investimento espresso in percentuale del capitale investito.

ALM (*Asset Liability Management*)

L'ALM, alla lettera modello di analisi degli attivi e passivi, è uno strumento gestionale che fa sì che le scelte di natura finanziaria (scelte strategiche di investimento) siano basate su una chiara percezione dei rischi e rendimenti insiti nel core business di un Ente di Previdenza (la gestione dei contributi raccolti per lo svolgimento delle attività previdenziali ed assistenziali). Tecnicamente l'*Asset-liability management* rappresenta uno strumento indispensabile per stabilire un legame tra il passivo e l'attivo del bilancio di lungo periodo di un Ente di Previdenza. In particolare si stimano gli attivi e passivi attesi di lungo periodo, stimando i parametri attuariali (evoluzione della popolazione degli iscritti-contribuenti e dei pensionati), quelli economici (tasso di crescita del reddito) e quelli finanziari (tassi di interesse), al fine di valutare la redditività obiettivo degli investimenti, che a tendere possa portare all'equilibrio previdenziale (copertura dei passivi prospettici con gli attivi prospettici). Ciò consente di realizzare l'ottimizzazione della gestione dell'attivo e di progettare la migliore modalità previdenziale e la migliore allocazione strategica del patrimonio, al fine di coordinare nel modo migliore le strategie di investimento con le strategie previdenziali.

Arbitraggio

Operazione finanziaria consistente nell'acquisto di titoli o di valuta e nella rivendita dello stesso oggetto per ricavare un profitto dato dalla differenza tra i due prezzi.

Asset allocation

Attività di un gestore di patrimoni (enti di previdenza, fondi comuni, fondi pensione, polizze vita ecc.) che consiste nella ripartizione del portafoglio tra i vari strumenti finanziari all'interno dei diversi mercati di investimento.

Attivo

Indicatore di efficienza che fornisce una misura del grado di intensità con cui è utilizzato il capitale investito di un'azienda. E' dato dal rapporto fra il fatturato e la consistenza dell'attivo in un determinato periodo di riferimento.

Benchmark

Titolo guida oggetto di ampie negoziazioni. Ciò fa sì che esso possa venire considerato dagli operatori un titolo di riferimento.

Bond inflation linked

Titoli che danno diritto a riscuotere un determinato interesse, variabile in funzione dell'inflazione, durante la sua esistenza e al rimborso del capitale a scadenza.

Buy and hold (comprare e tenere)

Metodologia operativa di investimento in titoli che si realizza mediante l'acquisto di azioni di una società con il fine di rivenderle solamente dopo un intervallo di tempo molto lungo, evitando di venderle nei periodi in cui il prezzo è in ribasso.

Certificato

Documento rappresentativo di un certo numero di titoli unitari azionari od obbligazionari, ovvero di quote di fondi comuni di investimento.

Commodity

Termine inglese utilizzato nel gergo finanziario per definire materie prime come oro, petrolio o cereali trattati sui mercati spot e future.

Confidenza (intervallo di)

Stima di un parametro con un intervallo di valori plausibili per quel parametro.

Copertura

Messa a disposizione di fondi o di valori mobiliari immediatamente disponibili per il buon fine di ordini o di impegni.

Corporate governance

Modalità di conduzione e controllo di una società per azioni in relazione ai diritti e alle incombenze dei singoli partecipanti nel funzionamento degli organi societari.

Corporate bond

Obbligazioni emesse da società private, tutte diverse fra loro per rating di affidabilità e liquidità del titolo sul mercato.

Correlazione

Dipendenza statistica tra due o più variabili.

Correlazione positiva: in generale si muovono nella stessa direzione;

Correlazione negativa: in generale si muovono in sensi opposti;

Senza correlazione: non è possibile determinare se si muovono assieme.

Debiti sovrani

Debito sovrano, cioè debito del Re si definiva il debito contratto dai regnanti dal Medioevo fino al XIX secolo. Oggi solo per gli Usa è corretto usare l'espressione debito sovrano. In sostanza gli Usa sono stati per quarant'anni l'unico paese al mondo che poteva pagare i propri debiti con l'estero attraverso l'emissione di cartamoneta, vale a dire svalutando il dollaro. Questo meccanismo si è modificato. La sovranità è passata, in parte, ai capitali sovrani costituiti dalle riserve monetarie dei paesi che hanno un surplus strutturale e consistente nella bilancia commerciale.

Dividend yield

Rapporto dividendo-prezzo corrisponde al rapporto tra l'ultimo dividendo annuo per azione corrisposto agli azionisti, o annunciato, e il prezzo in chiusura dell'anno di un'azione ordinaria.

Drawdown

Caduta da un picco ad un limite minimo durante uno specifico periodo di investimento, in particolare utilizzato per fondi o merci. Solitamente è definita come una percentuale tra picco e base della caduta.

Duration

Importante misura di rischio riferita alla durata di un'obbligazione aggiustata per i flussi di cassa prodotti durante la vita del titolo.

FOMC (Federal Open Market Committee)

E' la commissione della Federal Reserve (Banca Centrale) statunitense che si occupa delle decisioni di politica monetaria per gli USA.

Fondi aperti

Fondi comuni di investimento in cui l'ammontare totale del fondo non è prefissato e in cui i sottoscrittori possono entrare e uscire liberamente.

Fondi chiusi

Fondi comuni di investimento in cui l'ammontare totale del fondo da sottoscrivere è prefissato al momento della promozione dello stesso e dal quale si può uscire solo a scadenza predeterminata.

Fondi FIA

Fondo di Investimento Alternativo che "raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento ben definita a beneficio di tali investitori" e che non necessitano di un'autorizzazione ai sensi della Direttiva UCITS. Quindi sono definiti per esclusione come tutti i Fondi che non sono regolati dalla Direttiva UCITS.

Pertanto, per quanto riguarda il nostro ordinamento, si tratta dei:

- fondi speculativi,
- fondi immobiliari,
- fondi infrastrutturali,
- fondi di *private equity* e / o di *venture capital*,
- fondi che investono in materie prime
- altri tipi di fondi tipicamente riservati ad investitori qualificati.

Fondi speculativi (in inglese *hedge funds*)

Fondi privati, spesso poco liquidi (in genere hanno una liquidazione mensile), che hanno l'obiettivo di produrre rendimenti costanti nel tempo, con una bassa correlazione rispetto ai mercati di riferimento, tramite investimenti singolarmente ad alto rischio finanziario, ma con possibilità di ritorni molto fruttuosi, diversificando le operazioni, secondo diverse strategie, come:

- vendita allo scoperto (in inglese *short selling*),
- strumenti derivati come opzioni e *futures*,
- *hedging*,
- leva finanziaria (*leverage*).

Funding ratio (rapporto di finanziamento)

Esprime il rapporto tra il valore del patrimonio (lato attivo del bilancio) e il valore attuale delle prestazioni attese (lato passivo del bilancio). Il valore attuale del patrimonio è adeguatamente calcolato considerando alcune poste a valori di mercato e altre in maniera conforme al loro ruolo di hedging delle passività. Analogamente il passivo è dato da una stima dei flussi futuri che considera tutte le variabili demografiche afferenti la popolazione in esame integrate con i livelli correnti di inflazione attesa e tassi d'interesse di mercato.

Futures

Contratto a termine con il quale le parti stabiliscono che, a una certa data futura, il venditore consegnerà una certa quantità di titoli quotati, ricevendo dal compratore una somma stabilita al momento della conclusione del contratto.

Hedging

Attività volta a mettere il patrimonio dell'investitore al riparo dal rischio di fluttuazione dei prezzi.

E' un'operazione finanziaria finalizzata a ridurre il rischio di un investimento. Si realizza, ad esempio, con l'acquisto di uno strumento finanziario con un rendimento correlato negativamente con il portafoglio da coprire.

High yield

Alto rendimento ottenibile con investimenti in prestiti obbligazionari emessi da società a basso *rating*.

Leva finanziaria (in inglese *leverage*)

Operazioni aventi un effetto moltiplicativo del rischio e della redditività sul mercato, in funzione del suo andamento, a seguito dell'utilizzo di opzioni e *futures*.

MoU (memorandum of understanding)

Descrive un accordo bilaterale o multilaterale tra due o più parti ed esprime la convergenza delle diverse volontà delle parti, indicando una linea d'azione comune su cui si è trovato l'accordo stesso.

OICR

Abbreviazione di *organismi di investimento collettivo del risparmio*.

Fondi comuni di investimento costituiti dalle somme versate dai sottoscrittori del fondo.

Opzione (diritto di)

Facoltà di entrare in possesso con precedenza e a condizioni privilegiate di titoli emessi da una società di cui già si detiene una partecipazione o si è portatori di obbligazioni.

Private equity

Attività finanziaria mediante la quale un investitore istituzionale rileva quote di una società target sia acquisendo azioni esistenti da terzi sia sottoscrivendo azioni di nuova emissione, apportando nuovi capitali all'interno della società target.

Quantitative Easing o QE

Parlando di Quantitative Easing ci si riferisce, in genere, ad un'operazione che rientra nel complesso delle politiche monetarie adottate da una banca centrale.

Il quantitative easing, la cui traduzione letterale è "alleggerimento quantitativo", viene chiamato in italiano anche "allentamento monetario" o QE (acronimo di Quantitative Easing). Attuando un piano di allentamento monetario, le banche centrali si pongono quali acquirenti di beni (generalmente si tratta di azioni o titoli di stato) con denaro creato "ex-novo" e al fine di incentivare la crescita economica (per questo il QE viene anche chiamato "stimolo").

Rating

Giudizio relativo al rischio che un emittente di debito non abbia la capacità (rischio economico) o la volontà (rischio politico) di effettuare completi e puntuali pagamenti della quota principale e degli interessi durante il periodo di validità delle obbligazioni emesse.

REITs

Abbreviazione di *Real estate investment trusts*

Fondi immobiliari americani che possono essere quotati in borsa e rappresentano uno dei tanti prodotti che un risparmiatore può acquistare, per finalità speculativa o di investimento.

Rendimento nominale

Tasso d'interesse comprensivo del tasso d'inflazione. Altro significato del termine è quello di interesse corrisposto in misura fissa, calcolato su un certo valore nominale.

Rendimento reale

Rendimento ottenuto da un investimento al netto della componente dovuta all'aumento dei prezzi causato dall'inflazione. La remunerazione reale è, quindi, pari alla differenza tra tassi nominali e tassi di inflazione.

Rischio di tasso

Rischio collegato alle variazioni del tasso di interesse che comportano variazioni sul prezzo delle obbligazioni.

Sicav

Abbreviazione di *Società di investimento a capitale variabile*.

Essa ha per oggetto l'investimento del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico delle proprie azioni. Diversamente da quanto accade con i fondi comuni di investimento, chi sottoscrive una Sicav non acquista quote, ma diventa azionista della società e ha la possibilità di incidere, attraverso l'esercizio del diritto di voto, sulle vicende societarie e sulle politiche di investimento.

SIF

Abbreviazione di *Specialised Investment Fund*

Il SIF può investire nei prodotti finanziari tradizionali, azioni, obbligazioni, fondi, divise, così come in azioni non quotate, certificati, metalli preziosi, materie prime e perfino direttamente in immobili e beni "fisici" (vini di pregio, oggetti d'arte, gioielli, ...), il tutto con grande flessibilità, lasciando al gestore del SIF totale autonomia in materia di scelte di investimento e di strategie operative.

Small – mid – large cap

Con tali definizioni ci si riferisce a titoli a bassa media ed alta capitalizzazione.

Spread

Maggiorazione applicata a titoli rispetto ai *benchmark* utilizzati per calcolarne il rendimento

Swap

Operazione tramite la quale due parti si scambiano contrattualmente due distinti flussi di pagamento: in linea di massima ognuna delle due parti vende a pronti e riacquista a termine.

TLTRO, Targeted Longer-Term Refinancing Operations

Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine della Banca Centrale Europea con l'obiettivo di migliorare l'erogazione di prestiti bancari a favore del settore privato non finanziario.

UCITS

Abbreviazione di *undertaking for collective investment in transferable securities*.

In italiano OICR (vedi voce OICR)

Vendite allo scoperto (in inglese *Short Selling*)

Operazioni in cui si prende posizione iniziando con una vendita, pur non possedendo il titolo. In tal modo si beneficia di un utile a fronte di mercati che scendono. Tali operazioni si pongono in essere attraverso opzioni e/o *futures*.

Venture Capital

Il *Venture Capital* è l'apporto di capitale di rischio da parte di un investitore per finanziare l'avvio o la crescita di un'attività in settori ad elevato potenziale di sviluppo.

Un fondo di *venture capital* investe principalmente in capitale finanziario nelle imprese che sono troppo rischiose per i mercati dei capitali standard o dei prestiti bancari. Spesso lo stesso nome è dato ai fondi creati appositamente, mentre i soggetti che effettuano queste operazioni sono detti *venture capitalist*. Nella maggioranza dei casi, i fondi necessari sono erogati da *limited partnership* o *holding* in aziende che per natura della attività e stadio di sviluppo non risultano finanziabili dai tradizionali intermediari finanziari (come ad esempio le banche). Rappresenta una categoria del *private equity*, che si rivolge alle iniziative ed ai progetti industriali nelle prime fasi del *business*.

Volatilità

Rappresenta la variabilità dei rendimenti di un investimento, normalmente associata ad una rilevante imprevedibilità dei movimenti del prezzo stesso. La volatilità viene misurata dalla standard deviation (scarto quadratico medio dei rendimenti relativi), una grandezza che rende conto della tendenza dei prezzi ad allontanarsi dalla loro media.