

INVESTITORI ISTITUZIONALI

La ricomposizione dei portafogli

Fondi previdenziali alla ricerca del rendimento

In tutta Europa cresce la voglia di hedge fund e private equity, scelti per coprirsi da volatilità e rischi geopolitici. L'Italia segue le tendenze internazionali, ma ha meno propensione al rischio rispetto agli altri paesi. E le strategie di investimento...

Gian Maria De Francesco

Gli investitori istituzionali europei spingono sempre più la ricerca del rendimento oltre le asset class tradizionali. Lo studio *European asset allocation survey*, condotto da Mercer su quasi 1.100 portafogli in 14 paesi del Vecchio continente, ha evidenziato un più alto gradimento per soluzioni come gli hedge fund o il private equity. È un modo per "disaccoppiare" gli investimenti dai mercati azionari e obbligazionari che, prima o poi, sono destinati a invertire la tendenza non solo per gli eventuali rischi geopolitici che si presentano, ma anche perché il *quantitative easing* della Bce terminerà, salvo proroghe, a settembre del prossimo anno. Questa situazione pone un grande interrogativo e una grande sfida al sistema italiano dei fondi previdenziali che già di per sé rappresentano un mercato ancora in fase embrionale, sebbene caratterizzato dalla presenza di una moltitudine di attori. Si tratta, quindi, di capire come ricomporre portafogli ormai fossilizzati sul binomio Btp-immobiliare e, soprattutto, quali siano le dimensioni giuste per raggiungere quelle economie di scala necessarie non solo a migliorare la qualità dei processi e delle gestioni, ma anche della governance.

La fotografia Gli investitori nordici, evidenzia la *European asset allocation survey*, hanno più propensione al rischio di quelli di Italia e Germania. La Svezia concentra il 41% sull'azionario, mentre il 52% in Italia è investito in obbligazioni. Di queste ultime il 54% è rappresentato da Btp e il 27% da corporate bond di imprese italiane. Anche l'Italia, pur rappresentando solo l'1% dei 950 miliardi di euro gestiti dai fondi esaminati dalla ricerca, ha seguito nel 2014 le tendenze in atto a livello internazionale. «Le allo-

cazioni su alternative sono passate dal 6% al 10% del totale, mentre un marcato decremento si è osservato nella componente obbligazionaria, pari a otto punti percentuali», rimarca **Luca De Biasi**, responsabile dell'area investments di Mercer Italia.

I risultati della *European asset allocation survey* mostrano, infatti, che la ripartizione media sugli investimenti alternativi l'anno scorso è cresciuta di due punti percentuali (dal 12% al 14%), con un incremento delle risorse impiegate in questo genere di strategie di circa 30 miliardi di euro sul campione. Si è inoltre riscontrato un notevole interesse sul «reddito fisso orientato alla crescita» (che oggi interessa il 40% dei portafogli), tra cui si annoverano asset class quali obbligazioni dei paesi emergenti, multiasset credit e debito privato. L'Italia mostra poi un particolare interesse verso i *real asset* come *property* e infrastrutture.

«I risultati della ricerca ci suggeriscono che gli investitori si concentrano sulla gestione attiva soprattutto in segmenti *alternative*», afferma De Biasi aggiungendo che «tuttavia, a quanto riscontriamo, il comportamento dei piani pensionistici varia molto, sulla base delle loro dimensioni e governance: gli investitori istituzionali più grandi che, proprio in virtù della dimensione e di conseguenza perché sono meglio strutturati sia nell'area investimenti, sia nella governance, ricorrono con maggiore frequenza all'utilizzo di gestioni attive e flessibili di portafoglio».

L'indagine ha infatti rilevato un aumento significativo nell'utilizzo di strategie passive per le attività tradizionali, *core*, azionario e obbligazionario. Sul fronte azio-



nario, la media dei fondi pensione investe il 49% delle attività utilizzando strategie passive, in crescita rispetto al 45% nel 2014.

Nell'obbligazionario l'uso della gestione passiva è aumentato dal 37% al 44% rispetto all'anno precedente. Insomma, i rendimenti legati alle abilità dei gestori (o *alpha*) sono maggiormente ricercati all'interno delle asset class alternative, utilizzando invece le meno costose strategie passive (*beta*) nell'ambito dei mercati azionario e obbligazionario. Ecco perché, conclude De Biasi, «è il momento giusto per uscire dalla logica del benchmark per effettuare scelte coraggiose in quanto la combinazione di rendimenti ormai negativi su gran parte dei mercati obbligazionari dell'Eurozona e i modesti premi per il rischio sull'azionario impongono di ricercare gestori in grado di fare la differenza».

Se consideriamo che gli istituzionali italiani hanno registrato nel 2014 un'esposizione complessiva del 25% sull'azionario (8% su titoli nazionali), ne consegue che aumentano le probabilità di una *underperformance*.

Come spiega l'amministratore delegato di Mercer Italia, **Marco Valerio Morelli**, «l'Italia ha un problema in più: la spesa in ricerca e sviluppo è molto più bassa rispetto alla media degli altri stati industrializzati e questo rende il sistema più esposto alla concorrenza dei paesi emergenti». Da una parte c'è un sistema imprenditoriale che «ha bisogno di più capitali e di non dipendere troppo dai finanziamenti bancari», mentre dall'altra «gli investitori italiani devono liberarsi dall'assuefazione ai titoli di stato, visto che questa scelta sarà penalizzata in ambito assicurativo da Solvency 2». Incremento dell'esposizione sull'azionario e sugli investimenti alternativi, a questo punto, diventano un imperativo.

L'analisi La presentazione dell'*asset allocation european survey* di Mercer ha rappresentato l'occasione per un confronto tra i protagonisti del mondo dei fondi previdenziali italiani. La sollecitazione rivolta dalla società di consulenza è stata accolta in senso favorevole, sebbene ci siano problemi strutturali da affrontare per raccogliere la sfida del cambiamento. In primo luogo, come detto, si parla di un sistema che necessita di un ulteriore sviluppo, soprattutto dal punto di vista degli asset in gestione.

E questa è un'eredità sia del vecchio sistema di welfare basato sull'Inps, sia

della fase di recessione economica attraversata. In secondo luogo, non si possono non rimarcare alcuni ostacoli, rappresentati sia dall'estrema frammentazione, sia dall'incremento della tassazione dei dividendi previsto dalla legge di stabilità 2015. In ultima istanza, va ricordato che sta per avviarsi quasi completamente l'operatività del Fondo salva-imprese della Cdp, guidata dal nuovo vertice composto da **Claudio Costamagna** e **Fabio Gallia**. Non è una questione secondaria, perché questo tipo di investimento per le casse private rappresenterà un modo di accedere ad agevolazioni fiscali, cambiando radicalmente le prospettive finora delineate.

Normativa disattesa

«C'è interesse da parte di Adepp (Associazione degli enti di previdenza privati, ndr) agli investimenti alternativi, ma è evidente che si tratta di un settore nel quale non ci si può avventurare senza strumenti adeguati», ha rilevato **Renzo Guffanti**, presidente della Cassa di

previdenza e assistenza dei dottori commercialisti (Cnpadc) ricordando che il suo ente «ha impegni tra i 200 e i 300 milioni sugli investimenti alternativi a fronte di 6 miliardi di attivo patrimoniale investibile». La problematica è

complessa: da un lato «i decreti attuativi della riforma del 2011 sono arrivati a singhiozzo», tenendo bloccate le nuove possibilità offerte dalla normativa, mentre dall'altro lato si sconta il ritardo evolutivo della finanza italiana. «Sui minibond abbiamo 20 milioni di euro di impegni, ma è un mercato troppo piccolo che non ci consente di scaricare a terra il nostro potenziale», aggiunge Guffanti sottolineando come eventuali iniziative di «soccorso dell'economia nazionale siano compatibili con il portafoglio e sostenibili in un orizzonte di investimento lungo».



Ecco perché il presidente del Mefop (società per lo sviluppo dei fondi previdenziali privati), **Mauro Marè** ha auspicato il successo del nuovo Fondo di *turnaround* targato Cdp. «Si può avviare un processo volontario, senza vincoli di portafoglio, per avere risorse da investire nell'economia che rendano sostenibile il debito pubblico: un fondo o un fondo di fondi che facciano affluire risorse all'economia reale rappresentano una buona idea».

Sarebbe anche un modo per aumentare l'esposizione verso il mercato italiano dei fondi previdenziali, attualmente al di sotto della media europea, caratterizzata da un home bias compreso tra il 40% e il 50% degli asset. «Bisogna pensare a una transizione del sistema: la difficoltà nel dialogo con le casse è proprio questa», osserva **Stefano Scalera**, consigliere del ministero dell'Economia. «Se si stabilisce un'asset allocation predeterminata, il mercato penalizzerà i titoli che saranno oggetto di cessione, rendendo più complicato il cambiamento», ha chiosato. Si tratta anche di favorire una svolta culturale. «I minibond non sono quotati, le imprese neppure, il private equity ha profili di ri-

schio più elevati: dobbiamo accompagnare le casse a gestire in modo flessibile le loro posizioni», ha rimarcato. Non si può, tuttavia, prescindere dal contesto storico nel quale hanno operato e operano gli investitori istituzionali in Italia. Per esempio, nel settore dei fondi negoziali i tassi di adesione variano dal 90% di Fondenergia al 71,7% di Fonchim fino al 20,2% di Cooperlavoro, ricorda **Fabio Ortolani**, componente del direttivo di Assofondipensione ed ex presidente di Fonchim e di Cometa. «Dal 2006 al 2014», ricorda, «i fondi pensione chiusi hanno prodotto rendimenti positivi: questo è il momento in cui bisogna produrre uno sforzo, perché nel 2035 un lavoratore con 39 anni di contributi riceverà solo il 61,5% dell'ultimo stipendio, mentre con la previdenza complementare si può ottenere un'integrazione tra il 13,8% e il 28%».

Regole più certe

La revisione delle politiche di welfare, che ormai rappresentano un costo poco sostenibile per uno stato fortemente indebitato come l'Italia, non è rinviabile. Il problema, però, è la

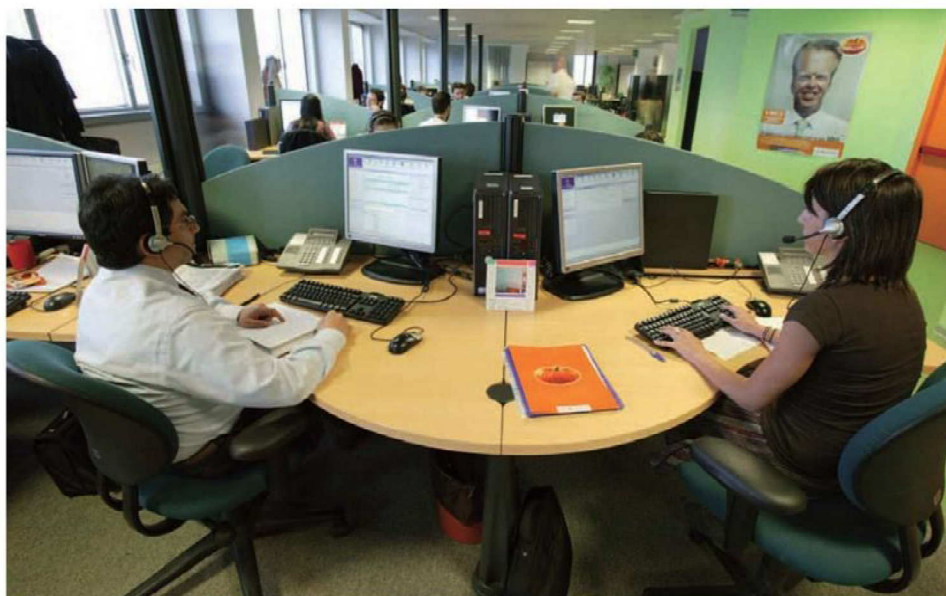
certezza delle regole.

«Il Fondo per la crescita, con annessi vantaggi fiscali per gli aderenti, avrebbe dovuto essere istituito con la legge di stabilità 2015 e, invece, l'unica novità è stata l'incremento della tassazione sulle rendite dal 20% al 26%», ha ricordato Guffanti, definendo questa aliquota «una clamorosa nefandezza perché sui rendimenti che produciamo la tassazione giusta sarebbe dello 0%, dato che costruiamo previdenza; infatti in Germania, Olanda, Francia e Belgio i fondi pensione non pagano queste tasse».

Il sospetto è che la previdenza integrativa sia in qualche modo discriminata per coprire i 100 miliardi di buco annuo della previdenza pubblica, «che sono pagati con le future pensioni dei nostri iscritti per garantire trattamenti a persone che hanno già preso 3-4 volte il loro montante contributivo». Insomma, per pensare a investimenti alternativi bisogna anche promuovere un sistema previdenziale che funzioni veramente. ■



Gli investitori si concentrano sulla gestione attiva soprattutto in segmenti "alternative"



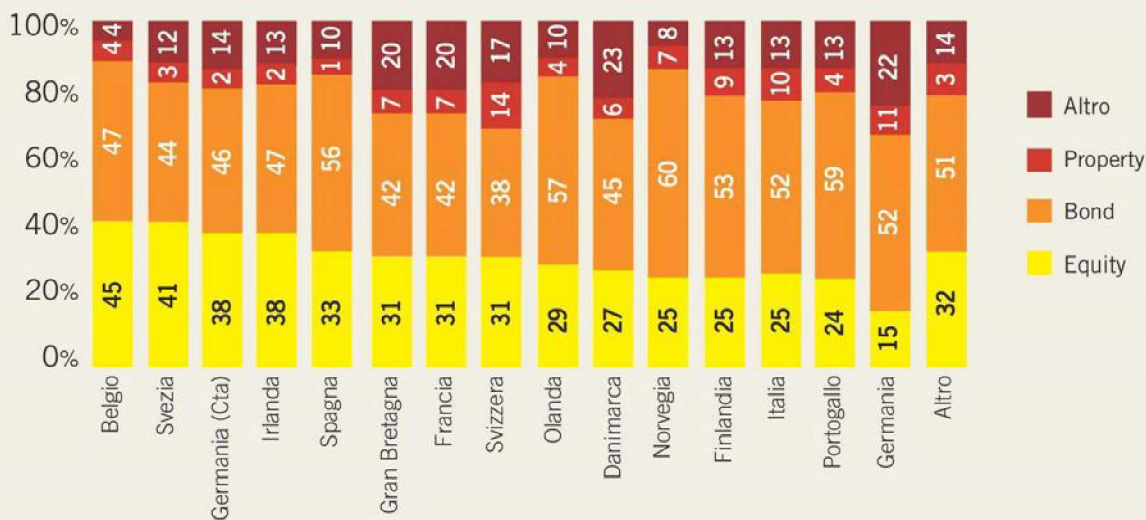
In crescita

I risultati della European asset allocation survey mostrano, infatti, che la ripartizione media sugli investimenti alternativi l'anno scorso è cresciuta di due punti percentuali (dal 12% al 14%), con un incremento delle risorse impiegate in questo genere di strategie di circa 30 miliardi di euro sul campione.



Peso: 36-78%,37-78%,38-78%,39-36%

Il mix di asset allocation per paese



Fonte: European asset allocation survey (Mercer)

Dati omogenei

Nel mix di asset allocation, le obbligazioni sono in maggioranza relativa dappertutto. In molti mercati, tra cui l'Italia, superano il 50%. Ma il nostro paese mostra anche un particolare interesse verso investimenti "reali", come property e infrastrutture.



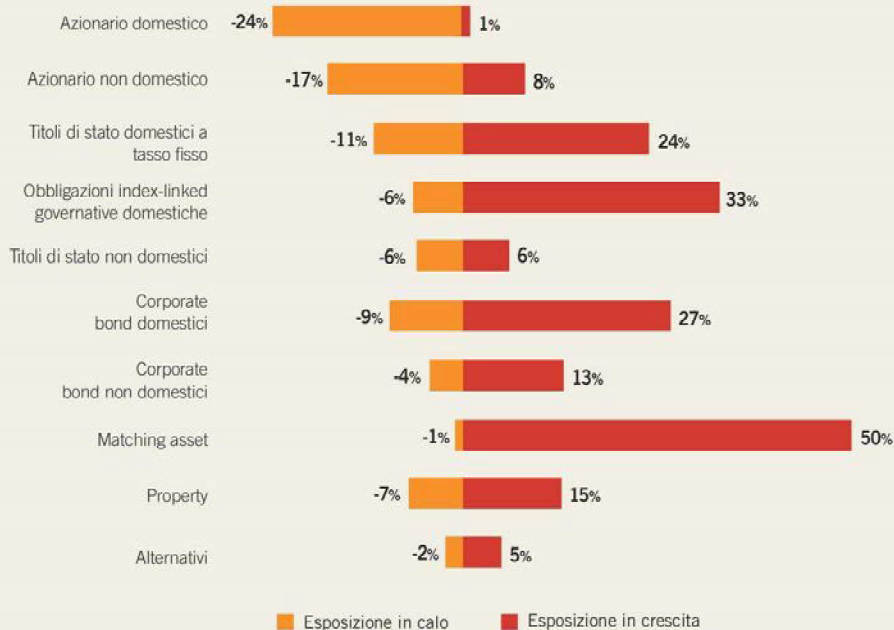
Cambiamento difficile

«Se si stabilisce un'asset allocation predeterminata, il mercato penalizzerà i titoli che saranno oggetto di cessione, rendendo più complicato il cambiamento», dice Stefano Scalera, consigliere del ministero dell'Economia.

Giù l'azionario

L'azionario è l'investimento che registra il calo più rilevante, mentre emerge una crescita esponenziale per i matching asset.

Dove la strategia cambia



Fonte: European asset allocation survey (Mercer)

Meno obbligazioni
«Le allocazioni su alternative sono passate dal 6% al 10% del totale, mentre un marcato decremento si è osservato nella componente obbligazionaria, pari a otto punti», rimarca Luca De Biasi, responsabile dell'area investments di Mercer Italia.



Peso: 36-78%,37-78%,38-78%,39-36%

Parte il Salvaimprese

Sta per avviarsi l'operatività del Fondo salvaimprese della Cdp, guidata dal nuovo vertice composto da Claudio Costamagna e Fabio Gallia (a fianco). Non è una questione secondaria, perché questo tipo di investimento per le casse private rappresenterà un modo di accedere alle agevolazioni fiscali.

