

IL MONITORAGGIO DEGLI INVESTIMENTI

Asset allocation: le strategie del portafoglio

di Riccardo Darida
 Direzione Amministrativa

Nella consueta convocazione pre-assembleare del 25 marzo, i Delegati Enpav hanno incontrato il Professor **Ugo Pomante** di Benchmark & Style, la società di consulenza finanziaria dell'Ente, che ha illustrato loro le strategie mobiliari le relative modalità di attuazione. Lavorando con Enpav, la B&S ha avuto la possibilità di interfacciarsi in modo continuativo con la previdenza dei professionisti, introducendo, ormai da un anno, un modo di operare originale e diverso da quello adottato dalle altre realtà consulenziali.

LA SCELTA DI BENCHMARK & STYLE

Le ragioni che hanno portato il Consiglio di Amministrazione a scegliere Benchmark & Style sono molteplici. Innanzitutto, a

differenza delle altre realtà consulenziali, spesso più strutturate, in B&S sono i partner stessi a lavorare direttamente con il cliente. Questo è un elemento di estrema garanzia, rispetto a situazioni in cui i rapporti di consulenza, al di là dalla parte di *front office* che viene svolta dal senior, sono tenuti da un consulenti junior che non possono vantare un'elevata competenza ed esperienza. Inoltre, non dovendo gestire, almeno per ora, un numero esorbitante di clienti tra le Casse di Previdenza è in grado di offrire un servizio di estrema qua-

lità e puntualità. L'operatività della società, poi, si svolge in un ambito caratterizzato dalla completa assenza di conflitto di interessi. Può sembrare un'affermazione banale, ma nel mondo della consulenza non lo è affatto. Nella realtà consulenziale italiana non di rado il consulente pagato da un ente, sottoscrive anche rapporti economici con le istituzioni finanziarie che gestiscono/emettono i prodotti che consiglia, creando così un meccanismo di doppia remunerazione. Tale meccanismo rende vischioso il rapporto di consulenza, in quanto non appare chiaro a favore di chi il consulente si trovi ad operare. Non è poi certo confortante per un ente previdenziale apprendere che la parcella pagata dall'ente previdenziale è spesso più bassa rispetto a quella pagata dall'istituzione finanziaria. Ebbene, B&S garantisce la totale assenza di forme di remunerazione diverse da quella proveniente dalla Cassa stessa e, soprattutto, l'assenza di forme implicite di remunerazione sotto forma, ad esempio, di con-

Un momento del Cda durante la riunione del 25 marzo.



vegna/conferenze sponsorizzate da istituzioni finanziarie.

UNA NUOVA GESTIONE DEL PORTAFOGLIO

Alla luce del fatto che il rapporto di collaborazione tra l'Enpav e Benchmark & Style ha avuto inizio in un periodo estremamente complesso e condizionato dalla devastante crisi economica avviata nel 2008, si è voluto verificare in prima battuta se ci fossero le condizioni per riflettere sull'adozione di un nuovo modello di gestione del portafoglio rispetto a quello sino ad allora adottato. Avendo trovato la massima collaborazione da parte degli organi decisionali dell'Ente, i consulenti di Benchmark & Style si sono posti l'obiettivo di trasferire tutte le informazioni finanziarie a loro disposizione da un piano puramente accademico e teorico ad una situazione pratica come è quella che riguarda l'Ente.

GESTIONE IN CINQUE FASI

Pomante ha illustrato da un punto di vista operativo, l'applicazione del nuovo modello di gestione del portafoglio finanziario dell'Ente, evidenziando cinque fasi di lavoro tecniche e politiche: la verifica dello stato di salute dell'Enpav (fase tecnica), la definizione dell'asset allocation strategica (politica), la definizione dell'asset allocation tattica (tecnico/politica), la selezione dei prodotti (tecnica).

1. STATO DI SALUTE DELL'ENPAV

In questa fase è fondamentale verificare lo stato di salute dell'Ente. Gli strumenti che possono essere utilizzati al riguardo sono due: il Bilancio Tecnico Attuariale che, sulla base di assunzioni fatte all'atto della valutazione e non più modificabili, verifica

l'evoluzione delle attività e delle passività dell'Ente; l'Asset Liability Management (ALM), sofisticazione del Bilancio Tecnico Attuariale, che fornisce una visione più dinamica dell'evoluzione dell'attivo e del passivo dell'Ente. Attualmente l'Ente e Benchmark&Style stanno procedendo alla definizione di questo strumento. Sia il Bilancio Tecnico Attuariale sia l'ALM, sebbene partano da dati disomogenei (il primo viene effettuato a valori contabili, mentre il secondo utilizza valori di mercato), devono fornire un dato fondamentale: il tasso di rendimento di sostenibilità dell'Ente, che rappresenterà il punto di inizio della fase due.

2. ASSET ALLOCATION STRATEGICA

Si passa a definire la composizione del portafoglio investito dell'Enpav nel lungo periodo, tale che la redditività complessiva dello stesso sia almeno pari al tasso di rendimento di sostenibilità definito nella fase precedente. In pratica, questa fase dovrà portare alla definizione della cosiddetta *asset allocation strategica* (AAS). Il nesso che lega questa fase alla fase precedente è estremamente importante: non avrebbe senso costruire un *asset allocation* con un obiettivo di rendimento sensibilmente più alto di quello obiettivo; ciò implicherebbe, infatti, l'assunzione di un livello di rischio non necessario. Parimenti, un obiettivo di rendimento più basso rispetto a quello desiderato non consentirebbe al portafoglio di raggiungere la sostenibilità di lungo termine. Definendo la percentuale

QUATTRO ESPERTI DI BENCHMARK & STYLE

Il Consiglio di Amministrazione, a fine 2009, ha deciso di conferire formale incarico alla società Benchmark & Style (B&S) al fine di coadiuvare l'Enpav nell'elaborazione della strategia di investimento e nel suo monitoraggio periodico. B&S è costituita come uno studio associato ed è formata da quattro partner, tutti docenti di Banking and Finance presso la Scuola di Direzione Aziendale della Bocconi. Ciascuno di loro ha incarichi in Atenei diversi: **Emanuele Carluccio** è professore ordinario all'Università degli Studi di Verona; **Paolo Cucurachi** è professore ordinario all'Università degli Studi di Lecce; **Davide Maspiero** è professore associato all'Università Bocconi; **Ugo Pomante** è professore straordinario all'Università degli Studi di Roma Tor Vergata. B&S svolge la sua attività da un numero importante di anni, nei quali ha fornito i propri servizi di advisory ad un gruppo consistente di investitori istituzionali (Gruppo ING, Gruppo Deutsche Bank, Gruppo Unicredit, MPS, Fondo Pensione Banca San Paolo, Gruppo Banca Popolare di Vicenza...).

strategica delle diverse *asset class* da detenere in portafoglio, si definisce implicitamente non solo l'obiettivo di rendimento perseguito, ma anche il livello di redditività minima che il Consiglio di Amministrazione è disposto a sopportare nelle fasi di mercato negative. Una adeguata attività di risk management assicurerà, infine, il controllo dei rischi assunti in fase di definizione delle scelte strategiche.

In questa fase è determinate la condivisione delle decisioni da parte degli Organismi Consultivi Mobiliare e Immobiliare perché si definirà in modo puntuale la struttura/ossatura complessiva del patrimonio dell'Ente. Una parte del patrimonio sarà destinata ad investimenti mobiliari e un'altra parte ad investimenti immobiliari. Le due macro *asset* saranno poi ulteriormente diversificate in modo tale da poter meglio rappresentare gli obiettivi di rendimento. Bisogna poi sottolineare che l'AAS pone dei precisi vincoli a qualsiasi scelta di investimento. Il mancato rispetto di tali vincoli creerebbe dei seri problemi al raggiungimento degli obiettivi prefissati.

3. ASSET ALLOCATION TATTICA

L'AAS è stata identificata come l'ossatura complessiva del patrimonio dell'Enpav e per questo motivo non può essere modificata nel breve/medio periodo, a meno di non rischiare di compromettere il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Possono essere disciplinate in maniera rigorosa, però, delle azioni definite "tatti-

ASSET ALLOCATION STRATEGICA

Monetario €	3,0%
Obbl.rio € Breve-Medio Termine (<3yr)	3,7%
Obbl.rio € Medio Termine (3-5yr)	19,3%
Obbl.rio € Lungo Termine (5-10yr)	5,7%
Obbl.rio € Lunghissimo Termine (>10yr)	20,2%
Azionario Europa	6,0%
Azionario Nord America	4,2%
Azionario Pacifico	0,7%
Azionario Paesi Emergenti	3,1%
Alternativo	4,1%
Immobiliare	30,0%
TOTALE	100,0%

che" che hanno lo scopo di modificare nel breve periodo l'AAS con lo scopo di anticipare le fasi congiunturali dei mercati. L'Asset Allocation Tattica (AAT) potrà contribuire a modificare parzialmente l'ossatura strategica ma, nel lungo periodo, la composizione del portafoglio dovrà riflettere la scelta strategica iniziale. Sarà la componente mobiliare ad occuparsi di implementare le azioni tattiche, in quanto gli investimenti immobiliari, per loro natura, non sono coerenti con le scelte di breve periodo tipiche dei fenomeni congiunturali. Gli obiettivi dell'AAT saranno quelli di difendere il portafoglio della Cassa

nelle fasi negative dei mercati, adottando gli opportuni aggiustamenti tra la componente azionaria e quella obbligazionaria.

4. SELEZIONE DEI PRODOTTI

Il portafoglio della Cassa deve nascere sulla base di acquisti che siano in tutto e per tutto coerenti con le scelte di AAS. Qualsiasi divergenza strutturale del portafoglio dall'AAS potrà compromettere il raggiungimento degli obiettivi stabiliti nella Fase 1. Per poter essere sicuri di strutturare nel miglior modo possibile la giusta



composizione di portafoglio, sarà opportuno dotarsi di una serie di regole di controllo (limiti operativi) da utilizzare per le future scelte di investimento. Uno dei concetti basilari introdotti da Benchmark & Style in questo ambito, riguarda la preferibilità degli strumenti di investimento passivi rispetto a quelli attivi. È stato dimostrato, infatti, che nel lungo periodo pochissimi gestori riescono a far meglio del mercato. Di conseguenza, è altamente probabile che uno strumento di investimento passivo produca implicitamente, nel lungo periodo, un risultato migliore di quello di un analogo prodotto attivo, anche per il solo fatto di comportare un livello minore di costi.

5. MONITORAGGIO DEI RISULTATI

In questa fase dovrà essere verificata la redditività dei singoli prodotti in portafoglio e la coerenza che questa assume nei confronti dell'obiettivo imposto. Tale verifica dovrà servire a correggere, se necessario, le azioni di natura tattica e a controllare che il portafoglio converga di anno in anno verso la composizione prevista dall'Asset Allocation Strategica. Appare ovvio che il monitoraggio della componente mobiliare avrà delle tempistiche completamente diverse da quelle della componente immobiliare. Se, infatti, per la prima sarà possibile verificare anche nel breve periodo la coerenza dei risultati dei singoli prodotti che la compongono, per gli immobili bisognerà utilizzare archi temporali maggiori. ●

CONTRIBUTO INTEGRATIVO

La Cassazione non ha esonerato le Amministrazioni dal 2%

La maggiorazione del 2% sulle prestazioni rese ai privati dai veterinari delle Amministrazioni pubbliche deve continuare ad essere versata. A più di due anni dalle sentenze della Cassazione, il famigerato articolo 12 conserva la sua ratio di equità e solidarietà.

di Eleonora De Santis
Dirigente Studi Enpav

L'Enpav continua a ricevere richieste di chiarimento da parte di Amministrazioni che chiedono se riscuotere il 2% sulle prestazioni veterinarie rese a privati dai veterinari operanti presso le Amministrazioni medesime. A poco più di due anni dalle sentenze pronunciate dalla Cassazione nelle cause intentate dall'Enpav avverso le Aziende sanitarie locali della Regione Emilia Romagna e l'Iszler, è bene ribadire che la decisione della Corte fa stato esclusivamente tra le parti coinvolte nelle cause. Resta fermo pertanto per tutte le altre Amministrazioni l'obbligo di applicare il 2% Enpav sui corrispettivi per l'attività professionale e

di certificazione resa dai veterinari a qualunque titolo operanti nel proprio ambito. L'art. 12 della legge n. 136/1991 dispone, infatti, che su tutti i corrispettivi dovuti per le prestazioni svolte dai veterinari iscritti agli Albi professionali, debba essere applicata una maggiorazione del 2% che grava sul richiedente la prestazione. La norma non ha mai presentato problemi interpretativi in merito alla contribuzione posta a carico dei veterinari liberi professionisti, mentre sin dal 1992, anno dell'entrata in vigore del 2%, non sempre è stato chiaro l'obbligo del versamento all'Enpav del contributo integrativo, quando la prestazione sia resa da un veterinario che eserciti l'attività professionale in qualità di lavoratore dipendente, o collaboratore o ad altro titolo presso un'associazione, ente o altra Amministrazione.