

Politica degli Investimenti (PI)

Premessa

la Politica degli Investimenti è il primo punto di declinazione della Governance. Essa traccia il quadro generale nel quale, in un'ottica di Asset Liability Management, si realizza un processo di investimento mirato a garantire l'equilibrio previdenziale in maniera solida, duratura, trasparente e controllabile.

- La *Politica degli Investimenti* indica:
 1. i campi e le modalità di investimento (*core* e *non core*);
 2. l'approccio di *Asset Liability Management* prescelto per realizzare l'equilibrio previdenziale di lungo termine;
 3. il principio dell'ottimizzazione della redditività di patrimonio, ponderata per il rischio;
 4. la diversificazione degli impieghi;
 5. i processi di investimento, tracciabili e trasparenti, soggetti a rigorose procedure interne.

- La *Politica degli Investimenti* rappresenta dunque la premessa per l'impostazione operativa di un sistema di ALM che attraverso regole di selezione, monitoraggio e gestione dinamica, faccia sì che gli impieghi:
 - a. si correlino nel tempo alle esigenze previdenziali verificandone le dinamiche (equilibrio);
 - b. siano gestiti allo scopo di migliorare nel tempo il livello di copertura delle passività (redditività e copertura diretta);
 - c. si dimostrino resistenti nel lungo termine agli andamenti negativi di mercato, garantendo stabilità di flussi (controllo dei rischi).

Criteria di redazione

Il documento, redatto e pubblicato in via separata rispetto al Manuale delle Procedure, definisce gli elementi caratteristici della Politica di Investimento ispirandosi alle *best practices* di mercato e normative, anche riferendosi alla deliberazione COVIP del 16 marzo 2012 che reca le “Disposizioni sul processo di attuazione della politica degli investimenti” delle forme di previdenza complementare. La PI si fonda su quattro pilastri:

1. Obiettivi.

La PI ha come riferimento principale l'*Asset Allocation Strategica* ('AAS'), che è lo schema di sintesi degli obiettivi di investimento costruito in ottica *Asset Liability Management* ('ALM'), per realizzare un'ottimale gestione di portafoglio in presenza di limiti dati dalle passività.

Lo schema di [AAS pro-tempore vigente](#) è elaborato considerando le effettive consistenze di patrimonio, ripartite nelle varie classi e considerato il rischio ad esse associato¹, ed i contenuti del Bilancio tecnico, che stima la dinamica dei flussi rilevanti su un orizzonte di 50 anni, su specifiche assunzioni attuariali relative alla dinamica delle entrate e delle uscite, ed il rendimento annuo richiesto sul patrimonio.

Lo schema approvato riporta le classi/sottoclassi di investimento ammissibili, con pesi obiettivo ponderati in base alle specifiche attese di rendimento e rischio, che rappresentano l'Allocazione Strategica. La distribuzione degli investimenti in base ai pesi - variabili nell'ambito di intervalli di oscillazione tattica - mira a raggiungere con elevata probabilità gli obiettivi di rendimento richiesti per realizzare l'equilibrio tra attività e passività nel medio lungo termine.

Gli impieghi sono ripartiti su diverse alternative per realizzare un'effettiva diversificazione dei fattori di rischio², secondo un approccio di controllo che, fissato un limite massimo di perdita sopportabile dalla Fondazione (*c.d. propensione al rischio*³), e un [Budget di Rischio](#) che guidi l'ottimale allocazione nelle diverse macro-classi, misura con elevata frequenza il livello di perseguimento della redditività ponderata per il rischio impiegato, il rispetto dei limiti, gli scostamenti nelle classi e nel patrimonio complessivo rispetto alle attese, segnalando gli interventi di ripristino - sia *macro* che *micro* - eventualmente necessari.

L'approccio indicato prevede di valutare anche gli impatti di eventi esogeni - *macroeconomici, idiosincratici, normativi e/o legislativi* - pianificando gli interventi eventualmente necessari al mantenimento dell'equilibrio previdenziale di lungo termine, incluso l'aggiustamento pro-tempore dello schema.

Poiché l'ALM definisce l'adattamento del processo di gestione di un portafoglio di attivi all'insieme di vincoli rappresentati dalla *mission* - garantire le prestazioni agli iscritti nel lungo termine - si è scelto l'approccio di *Liability Driven Investment* ('LDI') o *Investimenti Guidati dalle passività* congeniale alla struttura della Fondazione, che considera prioritaria la *copertura di portafoglio*, intesa come pianificazione della corrispondenza dei flussi di cassa attivi con quelli delle passività previdenziali.

¹ In percentuale del patrimonio come Valore a Rischio e quindi come massima perdita di periodo conseguibile con una probabilità del 95%.

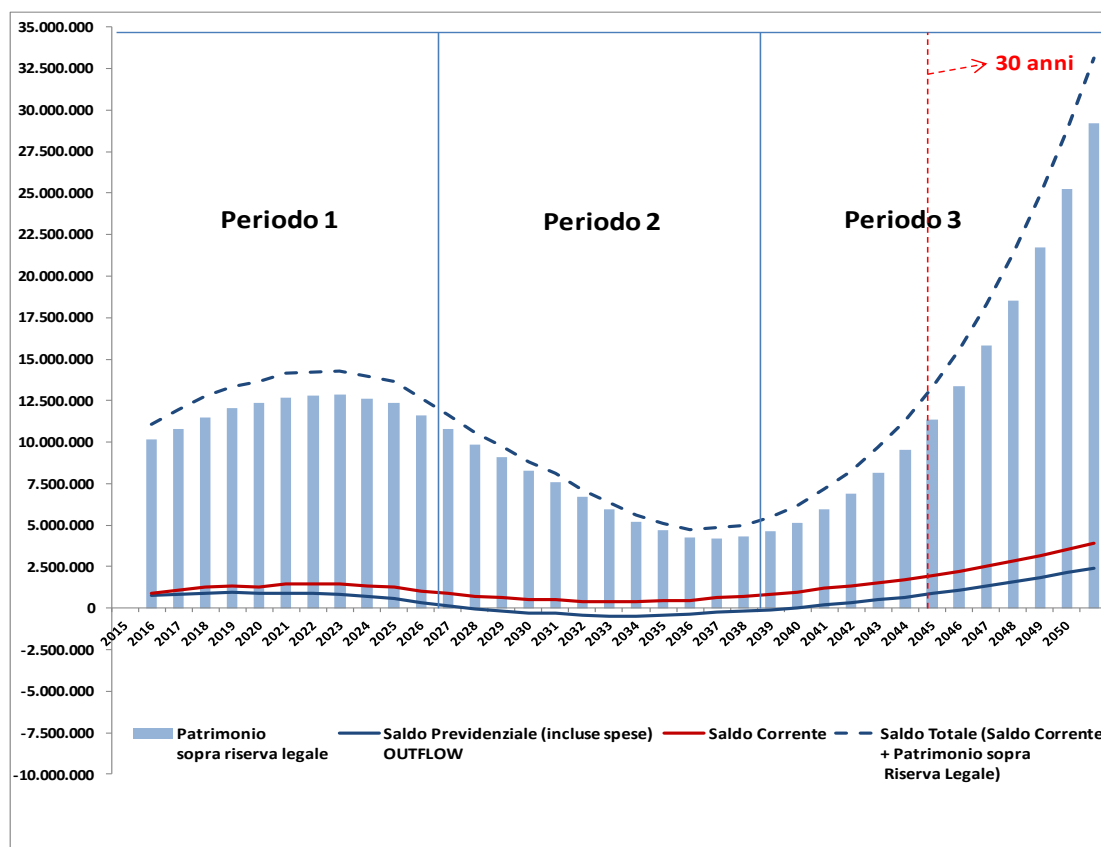
² Tra gli altri: strumento, controparte, giurisdizione, liquidità, duration, curvatura, cambio, legale.

³ Determinato come Valore a Rischio (VaR) annuo pari attualmente al 9% del patrimonio; il limite quantifica la massima perdita attesa su un anno, con una probabilità (intervallo di confidenza) del 95%.

Come noto, il saldo corrente non assume mai valore negativo nell'arco temporale considerato dal bilancio tecnico 2014-2064⁴ e, dal 2034, la curva che lo rappresenta aumenta la sua pendenza positiva costantemente (Grafico 1). Il Patrimonio è costantemente superiore alla Riserva Legale⁵.

In alcuni periodi si nota che il patrimonio potrebbe avere una maggiore sensibilità ai rischi di mercato, in funzione della dinamica dei saldi previdenziali. Il Bilancio Tecnico 2014, infatti, assunto costante il rendimento del patrimonio⁶, evidenzia come le entrate previdenziali rappresentino il principale flusso di cassa (86,13% rispetto a 13,87% delle entrate di patrimonio). L'ampiezza attuale del saldo previdenziale è tale per cui il rendimento del patrimonio viene integralmente reinvestito. Nelle stime, tra il 2027 e fino al 2038 si ipotizza che parte del rendimento annuo sia utilizzato per coprire parte dei flussi in uscita (secondo percentuali variabili crescenti tra il 2027 ed il 2033 – da 10% a 57,5% - e poi decrescenti fino al 2038 quando si azzerano nuovamente). Il verificarsi di eventi diversi rispetto a quelli previsti – maggiori o minori contributi, o crescita delle passività più rapida del previsto – può portare differenti dinamiche.

Grafico 1. Patrimonio, Saldo previdenziale, Saldo Corrente, Saldo Totale 2015-2064 (dettaglio)



fonte: rielaborazione su dati Bilancio Tecnico 2014 Fondazione ENPAM

⁴ Cfr: (1) D.M. 29 novembre 2007 emanato dal MinLav di concerto con il MEF - ai sensi del comma 763 dell'articolo unico della legge n. 296/2006 (legge finanziaria 2007) - con il quale sono stati determinati i criteri di redazione dei bilanci tecnici degli enti privatizzati di previdenza; (2) conferenza dei servizi MinLav e MEF del 22 aprile 2009, che adotta come indicatore della stabilità trentennale l'anno in cui il saldo corrente (dato dalla differenza tra le entrate totali (contributive e rendimenti patrimoniali) e le uscite totali (spese per pensioni e spese generali) assume strutturalmente segno negativo (mai, nel caso della Fondazione).

⁵ Ex D.Lgs 30 giugno 1994, n.509 stabilisce il vincolo della riserva legale in misura non inferiore ai 5 anni dell'importo delle pensioni in essere.

⁶ Prudenzialmente lo 0,5% reale annuo.

L'utilizzo contingente del patrimonio, o la sua monetizzazione pro-tempore per coprire parte dei flussi di cassa, è sempre fattibile, ma in assenza di una pianificazione a lungo termine questo potrebbe avvenire in fasi di turbolenza, esponendo il patrimonio a rischi di ribasso di mercato e/o portando a cristallizzare perdite che potrebbero ridurre la sua capacità di crescita nel tempo.

Introducendo con l'LDI un'adeguata pianificazione dei flussi e quindi predisponendo un portafoglio che ottimizzi la corrispondenza dei flussi (*attivi vs passivi*) nel tempo, detti rischi possono essere ridotti. L'approccio degli *Investimenti Guidati dalle Passività* si sostanzia nella combinazione di due strategie di portafoglio, una che investe in strategie di immunizzazione/gestione del rischio passività (*Portafoglio di Copertura delle Passività*), l'altra in soluzioni standard di *asset management* (*Portafoglio di Performance*). Una volta impostato il portafoglio di copertura delle passività, il resto del patrimonio può essere investito in attività che perseguono adeguato rendimento, in base alla propensione al rischio ed agli obiettivi di rendimento che garantiscono l'equilibrio a lungo termine.

Questo approccio rafforza la struttura di patrimonio: un portafoglio finalizzato a realizzare una corrispondenza dei flussi di cassa rende il patrimonio più resistente a movimenti avversi di mercato. La corrispondenza nei flussi di cassa, infatti, consente la copertura delle passività sterilizzando i rischi di mercato (e lasciando solo rischio controparte, idiosincratico) sulla quota di patrimonio dedicata, riducendo sensibilmente la rischiosità complessiva. Tanto più sarà possibile combinare i flussi attesi di patrimonio con i flussi certi delle prestazioni, tanto meno il patrimonio sarà esposto a rischi di mercato.

Con la duplice strategia si realizza un compromesso tra un approccio senza rischio di mercato, che garantisce i limiti delle passività, ed un approccio a rischio che persegue un'ottimizzazione del rendimento, secondo un metodo di allocazione dinamica che combina investimenti a coperture, le tecniche di *hedging* di portafoglio trasposte in un contesto di ALM.

Il portafoglio di copertura verrà aggiustato ed integrato *pro-tempore* in base all'andamento effettivo dei saldi previdenziali, strettamente legato a rischi attuariali (o a cambiamenti normativi che possano avere impatto in tal senso). Ciò presuppone un costante monitoraggio delle consistenze dell'attivo e del passivo a finalità previsionali, ed una maggiore interazione tra le aree operative.

2. Criteri di attuazione:

Una volta determinato lo schema di *asset allocation*, con bande di oscillazione tattica, e lo schema di *risk allocation*, con vincoli di regolamentazione, liquidità e *governance*, si implementa, tramite procedure, un processo dinamico di selezione, implementazione e monitoraggio degli investimenti, che favorisce la convergenza dalla situazione attuale verso lo schema, perseguendo l'equilibrio previdenziale a lungo termine. Detto schema include anche limiti generali fissati dalla Fondazione allo scopo di mitigare specifiche categorie di macro-rischio (ad esempio indicando un tetto massimo agli investimenti illiquidi, od un minimo da detenere in liquidità per le esigenze operative della Fondazione) e disciplinare il ricorso a tecniche di copertura del rischio (ad esempio limite all'esposizione in valuta estera).

La Fondazione investe – al netto degli investimenti immobiliari - prevalentemente in strumenti finanziari liquidi e marginalmente in strumenti illiquidi. La gestione diretta è residuale rispetto all'indiretta, ed al lordo di alcune poste di tipo mobiliare è prevalentemente assorbita dalle attività della controllata *Enpam Real Estate*; la

Fondazione ha gradualmente ridotto la percentuale di investimenti gestiti direttamente, aumentando gradualmente la gestione in delega o indiretta, anche tramite investimenti in OICR soggetti a *lookthrough*, rafforzando i presidi sulla selezione, monitoraggio e controllo dei rischi. La gestione indiretta vede il ricorso misto a strategie attive e passive.

In merito all'attuazione della PI, la Fondazione distingue tra impieghi *core* o strategici e impieghi *non core*, relativamente alle Macro Classi di patrimonio, Investimenti Mobiliari (1) Investimenti Reali incluso Immobiliare (2), ed Investimenti Istituzionali (inclusi gli investimenti *Mission Related*) (3), come segue:

(1) Investimenti Mobiliari: la quota di Patrimonio allocata agli Investimenti Mobiliari, inclusa liquidità di cassa, sarà – in condizioni normali di mercato - al minimo pari a 2/3 (due terzi). Negli Investimenti Mobiliari sono considerati *core* tutti gli attivi a liquidità immediata⁷, sia diretti che detenuti tramite mandati di gestione in delega o OICVM, rappresentati da titoli di credito, titoli azionari, altri titoli rappresentativi di capitale e/o debito, anche con diverso livello di subordinazione, fondi armonizzati. Qualsiasi orizzonte di detenzione minima degli investimenti (*lock-up*) o accordo contrattuale che, indipendentemente dalla natura e l'oggetto dell'investimento, modifichi le caratteristiche di liquidità del medesimo, verrà considerato nella quantificazione dei parametri. Sono altresì considerati *core* gli investimenti in certificati rappresentativi di materie prime, gli investimenti in Fondi di Investimento Alternativi e Private Equity e altri tipi di investimento che, indipendentemente dal rischio sottostante, abbiano comunque un orizzonte *predefinito* di liquidazione. Gli attivi *non core* sono quegli attivi che, per specifiche caratteristiche di liquidità o sottostante, sono presenti in via residuale nel patrimonio (e quindi in via temporanea), o sono utilizzati temporaneamente nell'ambito dell'implementazione dell'*Asset Allocation Tattica* (AAT), inclusi i prodotti di copertura del rischio⁸, sia funzionali ai rischi di mercato degli attivi, che per la copertura diretta delle prestazioni. Le nuove iniziative di investimento sono selezionate ed implementate seguendo apposite procedure.

Su qualsiasi investimento, la Fondazione agirà, preventivamente e per l'intera durata dello stesso, per massimizzare l'esercizio dei diritti ad esso relativi, ed ottimizzare i privilegi di *governance* eventualmente concessi.

(2) Investimenti Reali, inclusi Immobiliari: la quota di Patrimonio allocata agli Investimenti Immobiliari (complessivamente, sia a detenzione diretta che indiretta) sarà – in condizioni normali di mercato - al massimo pari ad un terzo (1/3). Detta categoria è costituita da investimenti infrastrutturali, cespiti detenuti direttamente dalla Fondazione ed investimenti in quote di fondi immobiliari. La Fondazione ha l'obiettivo di ridurre nel tempo la quota di cespiti detenuti direttamente, effettuando nuovi investimenti solamente in quote di fondi immobiliari indicando le proprie preferenze in termini di caratteristiche e strategie sottostanti per ottimizzare la redditività ponderata per il rischio.

(3) Investimenti Istituzionali – inclusi investimenti 'mission related': la Fondazione ha approvato l'allocazione, nei limiti del 5% del patrimonio, di un portafoglio istituzionale di investimento che prende spunto dal *Welfare*, come elemento distintivo di civiltà. Poiché la Fondazione esercita la sua *mission* occupandosi della previdenza e dell'assistenza ai propri Iscritti, si è stabilito di effettuare investimenti che impattino direttamente sui settori di competenza di questi o, indirettamente, sul Sistema Paese. Gli impieghi di questo portafoglio si allocano nelle idonee sezioni dello schema di *asset allocation*, essendo valutati e selezionati secondo le procedure previste e

⁷ Intesi come attivi quotati su mercati regolamentati suscettibili, in base a normali condizioni di mercato, di essere liquidati in pochi giorni valuta (c.d. liquidità immediata)

⁸ Che vadano a coprire esposizioni già rientranti nei limiti di investimento fissati, per ridurle ulteriormente, e non a riequilibrare limiti che siano superati

tenuto conto dei limiti generali approvati. A titolo di esempio non esaustivo, gli impieghi previsti possono includere:

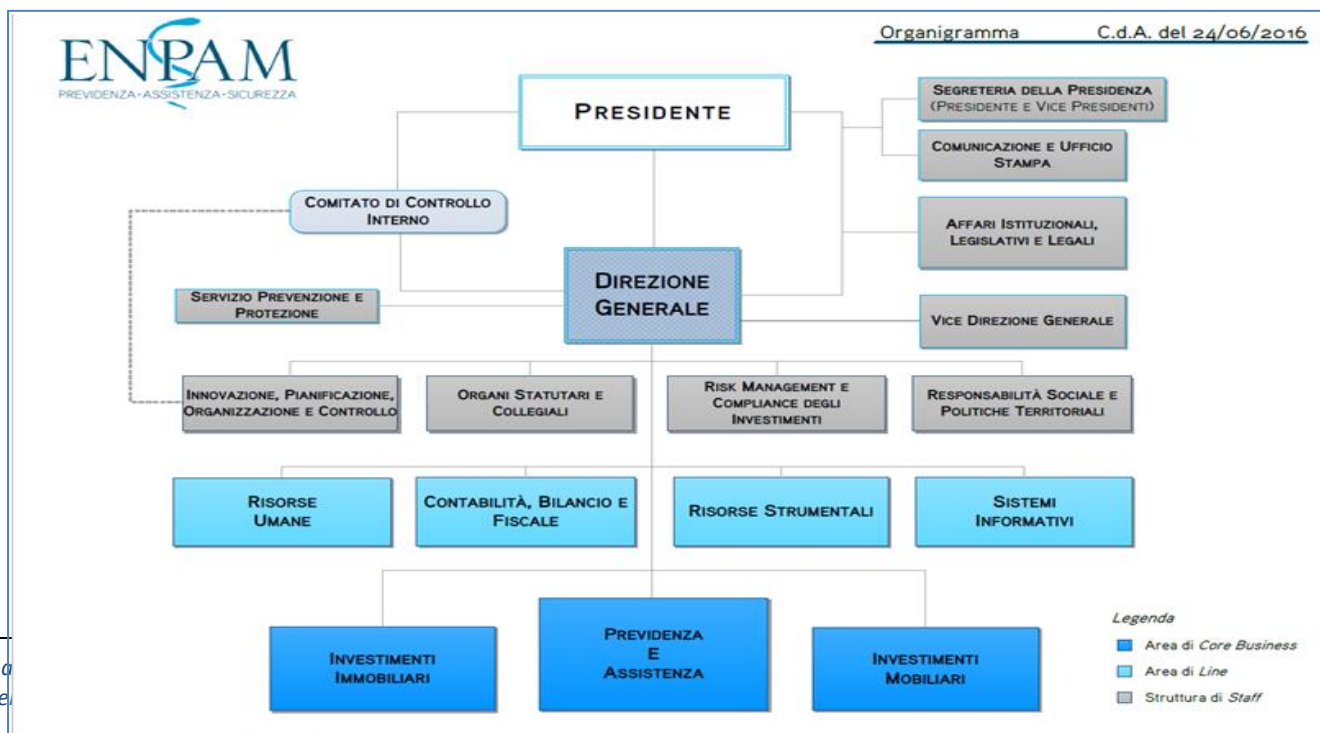
- a. Le attività nel settore biotecnologico/biomedicale e l'occupazione domestica nel settore sanitario in generale: in generale la *white economy*;
- b. L'edilizia di tipo sanitario (cliniche, ospedali) nonché il Residenziale Assistito in ampia gamma, e quindi il supporto alle strutture ed alle tecnologie che si occupino anche di gestire il passaggio nei diversi livelli di autonomia umana influenzati da:
 - *Invecchiamento*
 - *Stili di vita inadeguati*
 - *Welfare debole o inefficace*
- c. Altre tipologie di investimento funzionali alla *Mission*, o di supporto al Sistema Paese.

L'implementazione degli investimenti nello schema viene realizzata dalla struttura, con il supporto esterno dell'*Investment Advisor* e del *Risk Advisor*.

Il processo vede lo svolgimento di attività di selezione per comparazione economica delle diverse alternative, con accurata *due diligence*⁹, la verifica di adeguatezza, appropriatezza e coerenza delle ipotesi di investimento rispetto alla *mission* interna, delle caratteristiche finanziarie, di rischio assunto, del rendimento atteso e dei potenziali rischi reputazionali; inoltre, si verifica la coerenza con i limiti endogeni dell'*asset allocation* e del rischio, e dei limiti quantitativi esogeni eventualmente disposti dagli organismi vigilanti per gli investimenti specifici, osservando la *compliance* normativa e regolamentare.

3. Compiti e responsabilità:

A partire dal 1° ottobre 2016 è attiva una nuova *governance* di patrimonio e l'attuale organigramma, approvati dal Cda in data 24 giugno 2016, che si rappresenta di seguito.



⁹ and
pote

I soggetti coinvolti nel processo di investimento sono articolati come segue:

- a. Soggetti coinvolti nelle decisioni di investimento e disinvestimento (CdA ed UVIP)
- b. Soggetti che sovrintendono all'organizzazione dei servizi ed alle attività di investimento, alla Governance del patrimonio (Direzione Generale ed area di staff Risk Management e Compliance degli Investimenti)
- c. Soggetti coinvolti nella gestione degli investimenti e disinvestimenti mobiliari ed immobiliari (Area Investimenti Mobiliari ed Area Investimenti Immobiliari);
- d. Altri Soggetti esterni coinvolti nei processi di investimento a vario titolo (Enpam Real Estate srl, *Investment Advisor*, *Risk Advisor*, Gestori, altri Advisor).

a. Soggetti coinvolti nelle decisioni di investimento e disinvestimento:

Consiglio di Amministrazione (CdA)

Ai sensi dell'art. 18, commi f) e k) dello Statuto della Fondazione, il CdA ha il compito di deliberare i singoli investimenti delle disponibilità, in conformità ai criteri di individuazione e ripartizione del rischio approvati dall'Assemblea Nazionale, e di amministrare e gestire il patrimonio unitario della Fondazione garantendo l'equilibrio finanziario della stessa e l'integrità della riserva legale. Il CdA approva l'Asset Allocation Strategica.

Unità di Valutazione degli Investimenti Patrimoniali (UVIP)

L'UVIP è un organismo intermedio di supporto che funge da intermezzo tra le indicazioni di carattere tecnico della struttura e le direttive del CdA nell'implementazione dell'Asset Allocation. L'UVIP propone l'Asset Allocation tattica, vigila sugli investimenti e seleziona i gestori proposti dalla struttura, con o senza consulenti ausiliari come previsto dalle procedure rilevanti, mentre il CdA delibera.

b. Soggetti che sovrintendono all'organizzazione dei servizi ed alle attività di investimento, alla Governance del patrimonio:

Direzione Generale

Ai sensi dell'art. 25, comma 3 dello Statuto della Fondazione, il Direttore Generale sovrintende all'organizzazione, all'attività ed al personale della Fondazione nonché all'organizzazione dei servizi, assicurandone l'unità operativa e di indirizzo tecnico-amministrativo, nel rispetto delle direttive e dei criteri generali deliberati dal Consiglio di Amministrazione. Nel rispetto degli indirizzi deliberati dai competenti Organi Statutari, il Direttore Generale sovrintende alla *governance* del patrimonio e al corretto collegamento degli investimenti alle dinamiche previdenziali, in logica ALM.

Risk Management e Compliance degli Investimenti

In staff alla Direzione Generale, l'area ha la missione di supportare il Direttore Generale nell'esercizio delle attività di proposta dell'*asset allocation* strategica e del budget di rischio, in logica ALM, e di proposta e controllo sugli Investimenti; di garantire la gestione dei rischi patrimoniali e la *compliance* degli investimenti interagendo con l'AIM e l'All relativamente all'adeguatezza, appropriatezza e coerenza delle ipotesi di investimento rispetto alla *mission*, delle caratteristiche finanziarie, del rischio assunto, del rendimento atteso e dei potenziali rischi reputazionali; verifica il rispetto dei limiti quantitativi dell'*asset allocation* e di rischio.

c. Soggetti coinvolti nella gestione degli investimenti e disinvestimenti mobiliari ed immobiliari:

1. Area Investimenti Mobiliari (AIM)

Gestire gli investimenti e disinvestimenti mobiliari; proporre e gestire *l'asset allocation* tattica nell'area mobiliare; monitorare le attività riferite alle gestioni del patrimonio mobiliare della Fondazione ENPAM. L'AIM opera sia sulla gestione diretta che indiretta tramite gestori. Sulla gestione diretta, l'AIM ha la responsabilità di selezionare ed analizzare le proposte di impiego, anche coadiuvato dall'*Investment Advisor* e, verificata la loro coerenza con la *mission* della Fondazione e lo schema di Asset Allocation approvato, relazionare in UVIP ed in CdA. Successivamente, ha la responsabilità di implementare le operazioni di investimento e disinvestimento che siano state approvate dal Consiglio di Amministrazione. Sulla gestione indiretta seleziona, anche coadiuvato dall'*Investment Advisor*, i gestori nell'ambito di ciascun asset class, in base a criteri di tipo quali/quantitativo disciplinati da procedure, relazionandone in UVIP e CDA. Successivamente implementa e monitora le alternative di impiego approvate.

2. Area Investimenti Immobiliari (All)

Gestire gli investimenti e disinvestimenti immobiliari ed infrastrutturali; proporre e gestire *l'asset allocation* tattica nell'area immobiliare; monitorare le attività riferite alle gestioni del patrimonio immobiliare della Fondazione ENPAM. L'All opera sia sulla gestione diretta che indiretta tramite gestori. Sulla gestione diretta, l'All gestisce il contratto di servizio con Enpam Real Estate, monitorando le consistenze immobiliari, ed anche valutando interventi sulle singole poste che consentano di ottimizzare il profilo rischio/rendimento nel medio lungo termine in coerenza con lo schema di AA, relazionando all'uopo in UVIP e CDA e verificando le attività successive. Sulla gestione indiretta seleziona, anche coadiuvato dall'*Investment Advisor*, i gestori nell'ambito di ciascuna strategia adeguata e coerente con lo schema di *asset allocation*, in base a specifiche procedure, e ne relaziona in UVIP e CDA. Successivamente implementa e monitora le alternative di impiego approvate.

d. Altri soggetti esterni coinvolti nei processi di investimento:

1. Enpam Real Estate srl:

Società interamente controllata dalla fondazione che svolge attività di *Property & Facility Management* sugli immobili di proprietà diretta della Fondazione. Risulta usufruttuaria di alcuni cespiti di cui la Fondazione detiene il diritto di nuda proprietà. Le attività svolte per conto della Fondazione sono disciplinate da un *Contratto di Servizio* supervisionato, per le materie di competenza, dall'Area Investimenti Immobiliari.

2. Investment Advisor:

Nominato a seguito di aggiudicazione bando di gara, con contratto di durata biennale con possibilità di proroga annuale. L'*Investment Advisor* fornisce il supporto informativo utile alla realizzazione del processi di investimento, ed alla verifica di aggiornamento dello schema di *asset allocation*, analizzando la struttura del patrimonio, delle passività previdenziali, dei requisiti di equilibrio e dei limiti strategici richiesti dalla Fondazione, e dando indicazione del miglior percorso verso cui far tendere nel medio termine la dinamica degli investimenti, data la situazione di mercato pro-tempore; interagisce con le strutture interne di investimento, attuariali e di rischio, anche in base alle considerazioni del *Risk Advisor*.

3. **Risk Advisor:**

Nominato a seguito di aggiudicazione bando di gara con contratto triennale con possibilità di proroga biennale. Dal 2017 è attiva nel ruolo la società Mangustarisk Ltd.

Il *Risk Advisor* verifica la dinamica di convergenza del patrimonio allo schema di *Asset Allocation*, la congruità e la dinamica dei parametri di rischio associati ai singoli investimenti ed al patrimonio nel suo complesso, e propone gli aggiustamenti necessari a rimediare eventuali scostamenti. Svolge quindi un'attività di monitoraggio del rischio, anche in consultazione con la struttura interna corrispondente, di cui riferisce agli organi della Fondazione in maniera indipendente.

4. **Gestori:**

Il gestore professionale che, all'interno delle linee guida di investimento contenute nello schema di convenzione, e/o regolamento dell'OICR sottoscritto, compra e vende strumenti finanziari in base alle analisi/strategie proprietarie ritenute coerenti dalla Fondazione con lo schema di AA.

5. **Altri Advisor:**

In relazione al processo di selezione, gestione e dismissione degli investimenti la struttura può ricorrere, in base a specifiche previsioni procedurali, ad *advisor* esterni che forniscano supporto professionale alla gestione del patrimonio.

1. **Sistemi di controllo**

Le modalità operative di monitoraggio attuato dalla struttura sono indicate nel "*Manuale delle procedure in materia di asset allocation, investimenti e disinvestimenti*", come di volta in volta integrato.

I soggetti coinvolti nelle attività di monitoraggio degli investimenti sono l'Area Investimenti Immobiliari (AII), l'Area di Investimenti Mobiliari (AIM), il Risk Management e Compliance degli Investimenti (RMCI), l'Innovazione Pianificazione Organizzazione e Controllo (IPOC), la Contabilità Bilancio e Fiscale (CBF), la Banca Depositaria, l'*Investment Advisor* (IA), il *Risk Advisor* (RA), l'UVIP ed il Consiglio di Amministrazione.

L'attività di monitoraggio viene svolta secondo due dimensioni temporali:

A. **Ex ante:** si riferisce alle attività di analisi e *due diligence* relative a nuove proposte, che

rientrano nei processi di investimento della Fondazione. Dette attività vedono il coinvolgimento delle Aree di Investimento e l'intervento a diversi livelli del processo di procedura di RMCI e degli *Advisor*. Un sondaggio del mercato effettuato tramite ricorso ad adeguati *database* e supporti informativi, consente di individuare le migliori proposizioni di investimento per ciascuna sottoclasse. Opportune procedure di selezione, caratterizzate da filtri di natura quali-quantitativa, e nel rispetto della normativa pro tempore vigente, vengono seguite per determinare la rosa dei migliori candidati, all'interno della quale, dopo le necessarie *due diligence*, vengono selezionati i moduli da sottoporre all'approvazione. Le attività di selezione vedono un'intensa attività di analisi delle Aree di Investimento, coadiuvate da RMCI, tutte opportunamente documentate, e la discussione preliminare di ciascuna fase rilevante in UVIP, prima della conclusiva presentazione in CdA finalizzata all'approvazione.

B. **Ex Post:** L'iter procedurale del monitoraggio si sviluppa nelle seguenti fasi principali:

1. analisi dell'andamento del portafoglio nel suo complesso, delle macroclassi, sottoclassi e singoli investimenti tramite:

- a. *analisi dei report periodici dei gestori, della banca depositaria, dell'investment e del Risk advisor;*
 - b. *interlocazione periodica con i gestori;*
2. valutazione periodica redditività e rischio di portafoglio, anche rispetto al *risk budget*;
 3. valutazione periodica delle consistenze di portafoglio rispetto all'*asset allocation*.

Gli *output* del processo di analisi, utili al processo di investimento per l'impostazione dell'*asset allocation* tattica, entrano in appositi report di monitoraggio che vengono illustrati all'UVIP e/o al CdA per eventuali valutazioni e correttivi.

Principali elementi contenuti nei report di monitoraggio, con frequenza mensile¹⁰:

- 1) verifica di aderenza del portafoglio alla AAS attraverso la rilevazione degli scostamenti dai pesi centrali, dell'articolazione dei fattori di rischio, del rispetto delle indicazioni di allocazione del rischio e dei limiti fissati;
- 2) indicazione delle performance di periodo di tutte le classi e sottoclassi di investimento, inclusi i singoli gestori, a livello lordo e netto; confronto di periodo con le *performance* dei benchmark rilevanti e con l'andamento dell'*asset allocation* strategica; rilevazione delle performance storiche dei gestori in delega e confronto di valore relativo tra gestori comparabili, in termini di redditività pesata per il rischio ed altri indicatori di mercato;
- 3) indicazione del rischio di portafoglio attuale, con scomposizione sulle diverse classi e sottoclassi di investimento per confronto con i parametri espressi dall'*asset allocation*, e verifica del rispetto dei limiti di rischio fissati, in termini di volatilità e di Valore a Rischio (VaR); il VaR, che rappresenta la massima perdita attesa su un determinato periodo secondo una certa probabilità, viene misurato ad 1 mese con probabilità del 99% e ad 1 anno con probabilità del 95%. Specifici limiti vengono fissati sia sulla volatilità che sul VaR in base alla propensione al rischio della Fondazione; i calcoli del rischio tengono conto della contribuzione di ogni singola classe singolarmente, oltre che dell'effetto correlazione tra le classi per la misura di portafoglio; per l'intero portafoglio vengono indicati e commentati i singoli fattori di rischio rilevanti, anche in rapporto all'*asset allocation*;

La misurazione ed il monitoraggio viene effettuata dalla struttura interna e dal RA. La struttura interna si riferisce ad un database centralizzato, gestito e mantenuto da RMCI, alimentato su base giornaliera con i dati della BD che vengono caricati in automatico mediante un sistema di FTP, sia su sistemi interni della Fondazione che su *Bloomberg*.

I dati sui sistemi interni vengono analizzati e riconciliati con la BD e vengono utilizzati per il calcolo della redditività di patrimonio e per la riclassificazione degli attivi in base ai fattori di rischio (macroclassi e sottoclassi di investimento) funzionali alla corretta rappresentazione dell'*asset allocation* del patrimonio. Nel caso di OICR, o di qualsiasi forma di gestione in delega di portafoglio viene richiesto per contratto al gestore - come condizione necessaria all'investimento - la disponibilità a fornire un dettaglio di *look-through* sulle singole posizioni detenute preferibilmente tramite caricamento automatico su *Bloomberg* - in modalità riservata.

¹⁰ *Le attività del portafoglio illiquido, incluso l'immobiliare, vengono aggiornate in base alla pubblicazione dei dati ufficiali che normalmente hanno periodicità mensile, trimestrale o semestrale.*

I dati caricati su Bloomberg vengono utilizzati, tramite funzione PORT, per il calcolo del rischio di portafoglio aggregato, e delle singole macroclassi e microclassi. Sempre su Bloomberg vengono simulati scenari di variazione del rischio a fronte di specifiche situazioni di *stress*.

Nei report periodici viene data un'indicazione, in dettaglio, dello stato di salute del portafoglio, del rischio assorbito, delle principali criticità e dei processi di investimento in corso con cui valutare la convergenza sull'asset allocation, oltre che un'analisi dei principali scenari macro e microeconomici la cui dinamica è suscettibile di impattare nel breve e medio termine sul patrimonio, per stimolare gli eventuali interventi e facilitare la pianificazione dei processi di investimento.