

CDC News

Professione e previdenza unite nella crescita

Quaderno n. 3/2025

Asset Liabilities Management e Asset allocation strategica: Il portafoglio investimenti della Cassa Dottori Commercialisti

A cura di

Alessandro Trudda

Responsabile Centro Studi CDC



Cassa Dottori Commercialisti

Aprile 2025



Professione e previdenza unite nella crescita

Quaderno n. 3/2025

Asset Liabilities Management e Asset allocation strategica: Il portafoglio investimenti della Cassa Dottori Commercialisti

A cura di

Alessandro Trudda

Responsabile Centro Studi CDC



Cassa Dottori Commercialisti

Aprile 2025

L'Autore ringrazia la Direzione Investimenti CDC per il contributo all'attività di studio con riferimento particolare alla collaborazione fattiva del Responsabile dott. Fabio Lenti e dei dott.ri Emiliano Altobelli e Leo Franzini.

I "Quaderni" costituiscono – nell'ambito di "CDC News Professione e Previdenza unite nella crescita" - un documento di approfondimento con periodicità irregolare, attraverso il quale la Cassa comunica ai propri iscritti, ai partecipanti ai propri eventi ed agli stakeholders il risultato di analisi, ricerche ed elaborazioni, effettuate nell'ambito della propria attività istituzionale, al fine di approfondire, arricchire e condividere la conoscenza sulle tematiche previdenziali.

Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili ai soli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità della Cassa.

È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Stampato nel mese
di aprile 2025

INDICE

1. Abstract.....	5
2. La costruzione del portafoglio investimenti degli Enti previdenziali: l'approccio ALM.....	8
2.1 Orizzonte temporale ed obiettivi di investimento.....	9
2.2 Analisi di rendimento e rischio del portafoglio	11
2.3 Le frontiere efficienti di portafoglio.....	14
2.4 L'individuazione del portafoglio ottimale	17
2.5 La selezione degli strumenti finanziari (bond, stock e fund selection)	19
3. La costruzione del portafoglio degli investimenti della CDC	21
3.1 L'analisi degli obiettivi e la scelta del portafoglio ottimale	21
3.2 Il processo di ottimizzazione (vincolata)	22
3.3 La realizzazione del portafoglio sui mercati finanziari	23
3.4 Evoluzione della composizione del portafogli.....	24
3.5 Analisi storica dei rendimenti.....	27
3.6 Andamento storico degli iscritti e del patrimonio netto	29
4. Gli investimenti delle Casse di previdenza dei liberi professionisti.....	31
4.1 Evoluzione dei "patrimoni Casse" del decennio 2013-2023.....	31
4.2 Composizione dei portafogli	33
4.3 Esempi di ALM rispetto alle singole specificità	34
5. Conclusioni.....	36
BIBLIOGRAFIA	38

PRESENTAZIONE

La Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza dei Dottori Commercialisti (CDC) è l'ente di diritto privato che assicura, senza scopo di lucro e in autonomia finanziaria, gestionale, organizzativa e contabile, le funzioni di previdenza e assistenza a favore dei Dottori Commercialisti e dei loro familiari. La Cassa è impegnata - con un comportamento responsabile verso gli stakeholders e nel rispetto della normativa in cui opera - nel creare valore attraverso il miglioramento continuo dei processi e dei servizi erogati nonché a coniugare sempre più la sostenibilità del sistema con l'equità tra le diverse generazioni di iscritti e pensionati.

Riteniamo che il patrimonio di dati e di esperienze maturato nella gestione della previdenza dei Dottori Commercialisti debba essere utilizzato per analizzare e monitorare continuamente l'evoluzione del sistema in funzione della variazione di una serie di fattori esogeni ed endogeni ad esso. Con questa finalità, il Consiglio di Amministrazione della Cassa ha istituito un Centro Studi (CST) composto da:

Comitato di Indirizzo

- dott. Ferdinando Boccia (Presidente)
- dott. Antonino Dattola (Vice Presidente)
- dott. Christian Graziani (Consigliere CDC)
- dott.ssa Stefania Telesca (Consigliera CDC)

Responsabile CST

- Prof. Alessandro Trudda

Il CST svolge la propria attività negli spazi e con le risorse umane e tecnologiche necessarie messe a disposizione dalla struttura della CDC e può avvalersi anche di soggetti di comprovata esperienza scientifica, accademica e/o professionale nelle materie oggetto degli studi.

Il CST rappresenta un progetto che si inserisce all'interno della più ampia attività di comunicazione in cui da anni la CDC è fortemente impegnata per favorire la diffusione di una sempre maggiore cultura previdenziale presso i propri iscritti per renderli consapevoli dell'importanza delle scelte individuali nella costruzione di una prestazione pensionistica il più possibile adeguata alle proprie aspettative.

Il Consiglio di Amministrazione CDC

1. ABSTRACT

In questo Quaderno abbiamo voluto approfondire gli elementi primari con cui vengono assunte le scelte d'investimento delle Casse di Previdenza dei liberi professionisti. Abbiamo provato a schematizzare le logiche ed i passaggi utili all'individuazione del "*portafoglio ottimo*" analizzando in particolar modo le strategie ALM correlate al Bilancio Attuariale. Si tratta di argomenti molto tecnici che presuppongono conoscenze di teoremi e modellistiche finanziarie complesse: il nostro sforzo è stato quello di provare a rendere il più accessibile possibile le logiche di fondo che muovono le scelte degli investimenti ponendo particolare attenzione alla relazione che questi hanno con le necessità previdenziali prospettive delle Casse.

Tutti i fondi pensione, così come altre istituzioni finanziarie (Compagnie assicurative, Fondi d'investimento, etc.), sono caratterizzati dalla così detta inversione del ciclo finanziario: a differenza delle generiche attività economiche, industriali e commerciali, in cui l'impresa prima sopporta le uscite monetarie per ottenere solo successivamente le entrate relative alla cessione dei beni o servizi prodotti, nel caso dei Fondi Pensione le entrate contributive precedono (per un orizzonte temporale molto ampio) le uscite delle corrispondenti prestazioni previdenziali.

In questo tipo di contesto, di per sé finanziariamente molto delicato, a nostro avviso deve essere comunque ulteriormente approfondita la specifica funzione a cui l'Ente previdenziale è preposto. Nel caso delle Casse di Previdenza le risorse anticipatamente introitate vengono investite con il precipuo scopo di garantire le prestazioni assistenziali e previdenziali **di primo pilastro** dei liberi professionisti iscritti: ruolo per natura molto più delicato rispetto alla previdenza complementare integrativa ovvero a generici investimenti patrimoniali. Ciò comporta la necessità di un'estrema attenzione rispetto alla funzione svolta anche in termini di sopportabilità dei rischi di mercato. La storia insegna come i diversi crolli dei mercati finanziari internazionali susseguitesisi nell'ultimo ventennio abbiano provocato, prevalentemente nei paesi anglosassoni, molteplici casi di crisi di Fondi pensione di primo pilastro anche a causa del c.d. fenomeno del "*moral hazard*" (ovvero di quelle situazioni in cui per asimmetrie informative il gestore del Fondo assume comportamenti maggiormente rischiosi esponendo i lavoratori iscritti a perdite di valore delle rendite pensionistiche attese).

Ad oggi tutte le Casse di previdenza dei liberi professionisti, vista la funzione sociale loro demandata dallo Stato italiano, adottano gestioni patrimoniali volte a minimizzare il rischio di esposizione a perdite dei propri investimenti. Scopo dominante delle scelte d'investimento non è quello della ricerca di alti rendimenti potenziali bensì quello di mantenere un basso profilo di rischio al fine di proteggere il più possibile il patrimonio dell'Ente. Come approfondito nel *Quaderno 01 CDC*, il Patrimonio delle Casse assume un ruolo strategico di protezione dello schema previdenziale da possibili shock demografici che nel lungo periodo potrebbero minarne gli equilibri finanziari. Per fare questo, oltre che operare in un'ottica di diversificazione efficiente, è anche necessario che gli investimenti vengano correlati alla struttura demografica degli iscritti all'Ente. I Fondi pensione c.d. 'giovani' (con pochi pensionati e prevalenza di iscritti attivi ad inizio carriera) sono caratterizzati da portafogli d'investimento a *duration* maggiore rispetto ai Fondi 'anziani' (con prevalenza di iscritti pensionati e pensionandi) che viceversa hanno maggiori necessità di liquidabilità degli investimenti.

Dal bilancio tecnico vengono ricavate le informazioni relative alla struttura temporale delle passività ed alle future necessità finanziarie del Fondo, poi utilizzate come benchmark della gestione finanziaria. L'*asset allocation* verrà quindi implementata tenendo conto del rendimento obiettivo, dato un determinato livello di rischio sopportabile. Le tecniche finanziarie utilizzate sono quelle dell'*Asset Liabilities Management (ALM)* che individuano la gestione dell'attivo in funzione delle necessità finanziarie temporali del passivo.

Per questo tipo di investimenti non è dunque possibile indicare valori di rischio e di rendimento prefissati e costanti nel tempo, così come non è plausibile individuare una medesima *asset allocation* ottimale e valida per tutte le singole Casse data la specificità dei bilanci tecnici di ciascuna.

È quindi necessario che ogni Cassa individui il proprio specifico processo di costruzione dell'*asset allocation* strategica e tattica, utilizzando metodologie, quali ALM e LDI, che colleghino la gestione dell'attivo a quella del passivo di specifico riferimento. A tal fine è necessario che ciascuna Cassa sia dotata di una struttura interna competente in grado di colloquiare con gli advisor esterni condividendo ex ante le esigenze e le specifiche necessità.

La costruzione dell'*asset allocation* strategica del Fondo pensione passa attraverso diversi step il cui risultato finale è l'individuazione del portafoglio d'investimento.

stimento ottimale per l'Ente. In letteratura finanziaria si parla di '*portafoglio ottimo*'.

In questo Quaderno approfondiamo i passaggi necessari per l'individuazione del *portafoglio ottimo* analizzando in particolar modo le strategie ALM correlate al Bilancio Tecnico ed alla demografia della Cassa Dottori Commercialisti.

2. LA COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO INVESTIMENTI DEGLI ENTI PREVIDENZIALI: L'APPROCCIO ALM

La costruzione di un portafoglio di investimento è il processo attraverso il quale un investitore seleziona mercati e/o strumenti finanziari in cui investire le proprie risorse decidendo come allocare e ripartire il capitale investito (**asset allocation**), al fine di perseguire gli obiettivi economico-finanziari che si è prefissato. Il processo di costruzione del portafoglio, per essere considerato robusto, segue dei modelli e tecniche di *asset allocation* scientifiche e si articola in una serie di principi e fasi fondamentali.

Come anticipato, a seconda delle finalità dell'investitore, il processo di costruzione del portafoglio può seguire due tipi di approcci:

- Approccio **Asset-Only**, applicabile quando l'investitore non mostra la necessità di copertura di passività future nell'orizzonte temporale considerato: in assenza di tali vincoli è possibile operare in termini di massimizzazione della crescita del capitale per il raggiungimento degli obiettivi prefissati rispetto al livello di rischio sopportabile.
- Approccio **Asset-Liability Management (ALM)**, imprescindibile quando l'investitore presenta delle passività a cui dovrà far fronte nel corso o alla fine dell'orizzonte temporale considerato. In questi casi l'allocazione del capitale avviene bilanciando efficacemente: 1) una crescita sostenibile degli attivi; 2) la generazione del reddito necessario a far fronte ai pagamenti periodici senza intaccare il patrimonio; 3) l'adeguata protezione del valore degli attivi dai molteplici fattori di rischio che possono manifestarsi (compresi i rischi che incidono sulle passività).

Le Casse di Previdenza dei liberi professionisti¹ devono operare i propri investimenti sulla base dell'approccio ALM al fine di perseguire l'obiettivo principe di garantire nel medio-lungo periodo la copertura finanziaria delle rendite previdenziali e delle prestazioni assistenziali in essere ed in divenire. Obiettivo del gestore è quello di coprire eventuali disavanzi futuri tramite i rendimenti gene-

¹ Enti istituzionali la cui missione è di "assicurare, senza scopo di lucro e in *autonomia finanziaria, gestionale, organizzativa e contabile, le funzioni di previdenza e assistenza a favore dei propri iscritti e dei loro familiari*".

rati dal patrimonio ovvero, in ultima istanza, con l'utilizzo del patrimonio stesso accantonato negli anni.

In questo contesto il processo di selezione del portafoglio può essere ripartito in cinque fasi consequenziali:

FASE 1: definizione dell'orizzonte temporale

FASE 2: identificazione dei mercati e prodotti finanziari d'investimento

FASE 3: individuazione della frontiera efficiente di portafoglio

FASE 4: selezione del portafoglio ottimale

FASE 5: costruzione del portafoglio (stock/ bond - fund selection)

Il risultato finale della procedura è l'individuazione della composizione d'investimento del patrimonio che meglio soddisfa i target di rischio e rendimento in funzione dei vincoli dettati dal Bilancio Tecnico e dalle normative in essere. Per ciascun esercizio, quindi, gli investimenti e le allocazioni delle risorse sui mercati tendono verso il portafoglio ottimale, il quale a sua volta deve essere visto in ottica dinamica la cui composizione muta nel tempo al mutare dei valori dei parametri cui fa riferimento.

I temi trattati sono molto tecnici e complessi, nei paragrafi che seguono proveremo a sintetizzare gli elementi base che caratterizzano ognuna delle singole fasi indicate.

2.1 Orizzonte temporale ed obiettivi di investimento

FASE 1: la prima fase del processo di costruzione del portafoglio consiste nella **definizione dell'orizzonte temporale dell'investitore e degli obiettivi di investimento**, anche al fine di stabilire il **rendimento target** e il **profilo di tolleranza al rischio**², che siano coerenti con l'equilibrio finanziario-economico, patrimoniale e attuariale.

Per un investitore previdenziale che investe in ottica *ALM*, la definizione dell'**orizzonte temporale** dipende strettamente anche dall'andamento futuro del sal-

² Inteso come livello sopportabile di oscillazione del valore degli investimenti in situazioni di stress del mercato.

do previdenziale (differenza tra entrate contributive e uscite per prestazioni pensionistiche e assistenziali) stimato dal Bilancio Tecnico, con attenzione particolare al periodo in cui tale saldo diventa negativo e il patrimonio vi contribuisce *in primis* con i rendimenti generati e accumulati richiedendo, pertanto, una pianificazione attenta e dinamica dell'*holding period* degli investimenti. Fin quando il saldo previdenziale è positivo, l'investitore può permettersi di allocare una quota significativa delle risorse in investimenti a medio-lungo termine, tra cui l'azionario o anche mercati più illiquidi che offrono potenzialmente rendimenti superiori, ma che richiedono un orizzonte temporale più ampio per essere monetizzati.

In ottica attuariale la fase di crescita patrimoniale del Fondo precede una successiva fase di decrescita correlata alla scadenza delle obbligazioni previdenziali assunte. Con il progressivo avvicinarsi dell'epoca (stimata dal Bilancio Tecnico) in cui il saldo previdenziale diviene negativo, diventa necessario incrementare il grado di liquidabilità del portafoglio e la quota di "*Liability-Driven Investments*"³ procedendo a una riallocazione verso strumenti più liquidi e con vita residua e *duration* più breve, per garantire la pronta disponibilità di risorse finanziarie necessarie a soddisfare le maggiori uscite finanziarie. In questa seconda fase di 'decrecita demografica' la situazione ottimale è quella in cui il Patrimonio non viene intaccato essendo sufficienti i rendimenti finanziari dello stesso per colmare le maggiori uscite rispetto alle entrate contributive. Questo risultato dipenderà dalla corretta proporzione tra crescita patrimoniale e valore attuale delle obbligazioni previdenziali assunte (**Funding Ratio**⁴).

È chiaramente accettabile anche la situazione in cui l'Ente si trovi costretto ad utilizzare una parte del suo patrimonio per coprire il disavanzo previdenziale: questa circostanza deve essere però attentamente monitorata con la consapevolezza che l'erosione del patrimonio comporta anche la riduzione delle future entrate finanziarie.

3 "*LDI Assets*": es. obbligazioni governative e obbligazioni indicizzate all'inflazione.

4 cfr. Quaderno 01 CDC in cui evidenziamo l'importanza di un corretto equilibrio nel tempo tra il valore del Patrimonio e il valore del debito latente dallo stesso garantito.

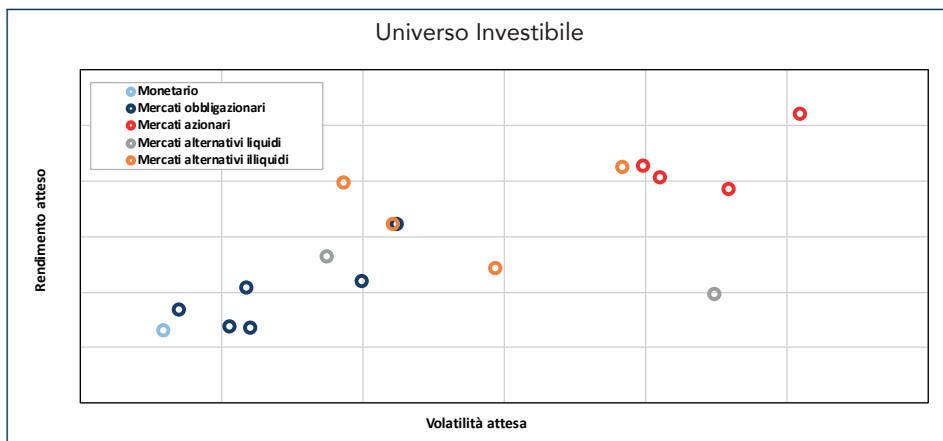
2.2 Analisi di rendimento e rischio del portafoglio

FASE 2: Una volta determinati gli obiettivi di investimento e l'orizzonte temporale di riferimento, la seconda fase consiste **nell'identificazione dei prodotti e mercati finanziari che compongono l'universo investibile**, tenendo conto delle caratteristiche dei fattori di rischio e di rendimento di ciascun mercato come risultano dall'elaborazione delle **stime (ex-ante) dei rendimenti e dei rischi attesi nel futuro**.

L'**universo investibile** si compone dell'insieme degli strumenti e mercati finanziari aperti all'investitore al fine di poter allocare i propri capitali, in funzione dei suoi obiettivi, delle sue preferenze e degli eventuali vincoli normativi, endogeni e/o esogeni. L'universo investibile si traduce nella scelta delle **classi di attivo patrimoniale (asset class)** che andranno a comporre il portafoglio d'investimento, le quali rappresentano le distinte tipologie sia dei mercati che degli strumenti finanziari che lo compongono. Esse possono essere classificate in diversi modi: ad esempio tra mercati tradizionali (come l'obbligazionario e l'azionario) e mercati alternativi (come i mercati privati e l'immobiliare) o per altri elementi quali le aree geografiche, i settori economici, il grado di capitalizzazione di mercato, ecc.

In riferimento all'approccio ALM, è adeguato differenziare le due macrocategorie di asset class in funzione delle specifiche necessità di liquidità prospettica:

- **Matching assets (o defensive assets)**, potenzialmente meno volatili, meno remunerative e più liquide, i cui rendimenti sono generati principalmente da flussi reddituali periodici (*income*), che sposano bene la funzione di copertura delle uscite periodali dell'Ente. Ne sono un esempio investimenti di tipo monetario, "LDI Assets" e le obbligazioni *corporate investment grade*.
- **Growth assets**, potenzialmente più rischiose ma con maggiori prospettive, nel lungo periodo, di crescita e di rendimento. Ne sono un esempio l'azionario, le obbligazioni *corporate high yield*, le obbligazioni dei Paesi Emergenti e gli investimenti nei mercati alternativi illiquidi.



Ciascuna *asset class* presenta un proprio **profilo di rendimento e rischio** (volatilità), che rispecchia le sue caratteristiche intrinseche; ad esempio, il monetario (in celeste) tende ad avere volatilità e rendimento attesi bassi (in basso a sinistra della figura), mentre i mercati azionari (in rosso) mostrano un maggior rendimento atteso ma anche un maggiore indice di volatilità (in alto a destra della figura).

Un ruolo estremamente importante nelle valutazioni di controllo del rischio del portafoglio è ricoperto dagli indicatori di **correlazione** che le classi di attivo presentano tra loro. La correlazione tra due *asset class* indica se i loro rendimenti tendono a muoversi nella stessa direzione (correlazione positiva), in direzione opposta (correlazione negativa) o a muoversi indipendentemente gli uni dagli altri (correlazione prossima a zero)⁵.

Combinando all'interno di un portafoglio delle *asset class* non eccessivamente correlate positivamente tra loro, è possibile ridurre il rischio complessivo del portafoglio rispetto alla media dei rischi delle singole *asset class* (principio della **diversificazione del rischio**), mantenendo pressoché invariato il rendimento. Aumentando la concentrazione degli investimenti verso un singolo mercato, settore e/o Paese (ad esempio a seguito di *bias* comportamentali), infatti, si

5 Markowitz dimostra come due titoli che presentano correlazione perfettamente negativa (ad un incremento di valore del primo corrisponde un proporzionale decremento del secondo) possano comporre un portafoglio con rendimento positivo e a rischio zero [per approfondimenti cfr. Markowitz, H. (1959), *Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons].

2.3 Le frontiere efficienti di portafoglio

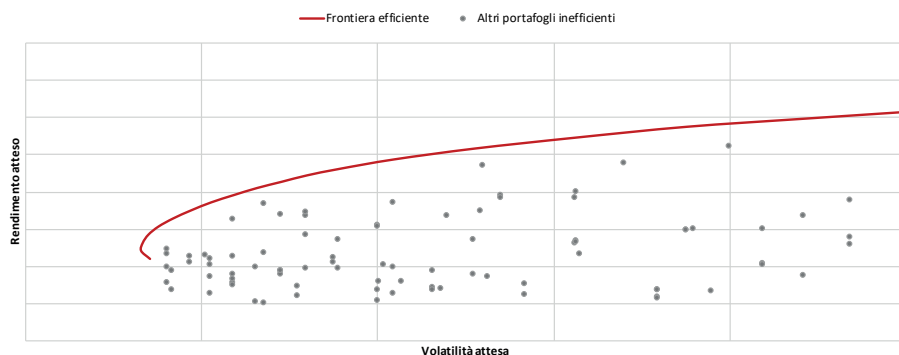
FASE 3: la terza fase del processo di costruzione di portafoglio è svolta tramite l'**ottimizzazione di portafoglio** così come teorizzata da Harry Markowitz negli anni '50 e successivamente sviluppata in maniera copiosa in letteratura finanziaria fino ai nostri giorni. Tralasciando le descrizioni dei modelli matematici utilizzati, i quali risultano complessi da illustrare, in questa sede ci limitiamo a riportare il concetto già accennato per cui è scientificamente dimostrato che, in caso di andamenti asincroni tra due o più titoli (correlazione negativa), è possibile individuare composizioni di portafoglio con rischio ridotto rispetto a quello che si dovrebbe sopportare concentrando l'investimento interamente su un unico titolo (fosse anche il meno rischioso di tutti). La questione è intuibile riflettendo su come le perdite di una componente del portafoglio possano essere sterilizzate dai guadagni in controtendenza delle altre componenti: maggiormente complicate sono le operazioni matematiche necessarie in fase di ottimizzazione⁶. Dopo aver definito i vincoli quantitativi⁷ e individuato come *input* le metriche di rendimento (rischio e correlazioni delle *asset class* stimate in fase 2), è possibile ottenere le composizioni dei **portafogli efficienti** che soddisfino i requisiti dell'ottimizzazione. In buona sostanza viene esclusa la c.d. *nuvola dei portafogli dominati*, ovvero tutte quelle combinazioni di titoli che a parità di rischio presentano rendimenti inferiori (o rischio superiore a parità di rendimento).

Ripetendo l'operazione per i diversi livelli target di rischio si ricava la **frontiera efficiente**, ossia quell'**insieme di portafogli non dominati da nessun altro** in quanto, a fronte di un determinato livello di rendimento atteso presentano il minor rischio o, viceversa, a fronte di un determinato livello di rischio presentano il maggior rendimento atteso.

6 Massimizzazione del rendimento (dato un livello di rischio sopportabile) ovvero minimizzazione del rischio (fissato il valore del rendimento ricercato).

7 Partendo dal generico '*la somma dei pari a 100%*' fino alle specifiche necessità di obiettivo imposte.

Esempio di una frontiera efficiente e dei portafogli inefficienti

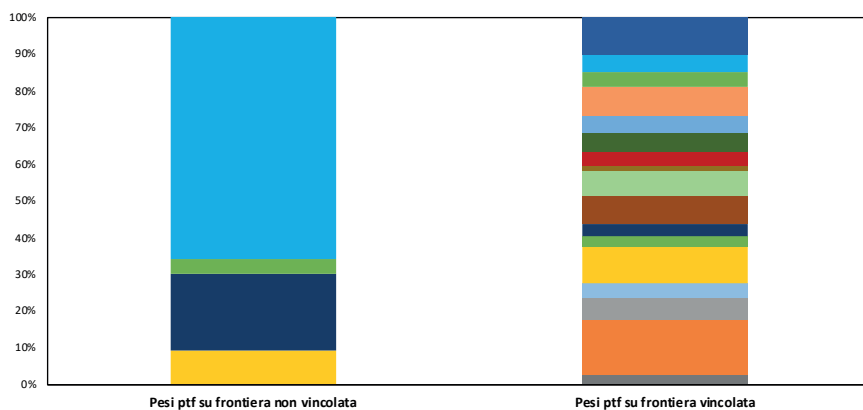


I portafogli della frontiera efficiente, composti dalle *asset class* selezionate dall'universo investibile, possono essere rappresentati in un grafico con rischio (volatilità) sull'asse delle ascisse e rendimento sull'asse delle ordinate, come rappresentato in figura.

Il processo di ottimizzazione più semplice è di tipo **non vincolato**, in cui il peso di ciascuna *asset class* può variare liberamente tra 0% e 100%; tuttavia l'approccio pienamente teorico può comportare nella realtà alcuni problemi operativi per cui i portafogli risultanti "ottimi" tendono ad essere **instabili, eccessivamente concentrati e difficilmente implementabili** nella realtà pratica. Tra i potenziali limiti di un approccio puramente teorico citiamo:

- un'eccessiva sensibilità alle stime usate come *input* o la possibilità che queste stime subiscano variazioni repentine rispetto agli andamenti dei mercati;
- la struttura della matrice delle correlazioni non attribuisce a un mercato capacità di diversificazione maggiore rispetto ad altri su cui i modelli vanno quindi a concentrarsi;
- alcuni mercati (come il mercato monetario, il mercato domestico o i mercati privati) tendono ad essere esclusi sulla base dei soli parametri rendimento-rischio, senza tener conto delle preferenze o delle esigenze dell'investitore.

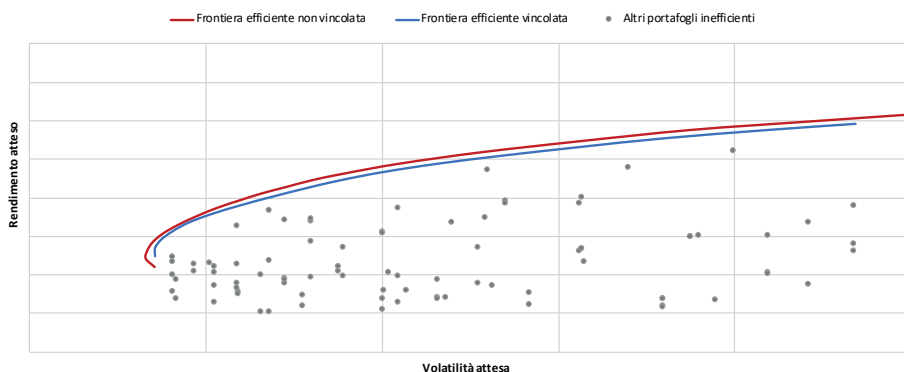
Composizioni per asset class di portafoglio da diversi metodi di ottimizzazione



Questi problemi possono essere risolti introducendo nel modello di ottimizzazione alcune “correzioni” di tipo quali-quantitativo che permettono di ottenere dei portafogli più robusti, stabili ed equilibrati da un punto di vista pratico. Si opera pertanto in termini di **ottimizzazione vincolata**, in cui vengono introdotte soglie massime percentuali di tolleranza delle singole *asset class* (o di un gruppo di queste) all’interno del portafoglio investito: si evita in questo modo che l’ottimizzazione libera determini composizioni troppo concentrate, garantendo così un livello di diversificazione più adeguato.

Per meglio comprendere le criticità nell’utilizzo del modello puramente teorico di Markowitz, nell’esempio in figura abbiamo simulato, a parità di obiettivi finanziari, un portafoglio individuato sulla frontiera efficiente ottimizzato secondo l’approccio teorico in assenza di vincoli, confrontandolo con un portafoglio che si colloca sulla frontiera efficiente derivante da un’ottimizzazione vincolata con massimali di peso. Si evidenzia come il primo portafoglio associ un peso maggiore di zero a sole quattro *asset class*, presentando un’eccessiva concentrazione e dipendenza sui mercati con rendimento e rischio attesi più elevati, rispetto alle 17 *asset class* che compongono il secondo portafoglio, che risulta pertanto maggiormente diversificato.

Confronto tra frontiera efficiente non vincolata, frontiera efficiente vincolata e portafogli inefficienti



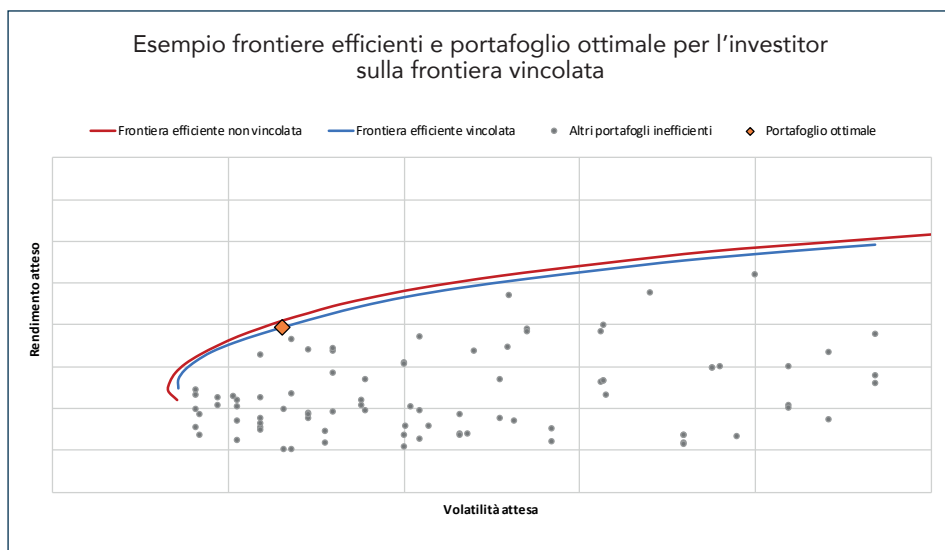
L'ottimizzazione vincolata, inoltre, permette di tenere conto delle preferenze di allocazione dell'investitore (ad esempio nel mercato domestico) o di eventuali investimenti già presenti, "ereditati" dal passato, che devono essere mantenuti nel portafoglio soprattutto se di difficile smobilizzo. A seguito dell'imposizione dei vincoli di ottimizzazione, **la frontiera efficiente vincolata** potrebbe risultare meno performante, in termini di rendimento e rischio massimi ottenibili, rispetto alla teorica frontiera efficiente non vincolata, ma i portafogli che vengono in questo modo individuati risultano operativamente più gestibili ed appropriati.

2.4 L'individuazione del portafoglio ottimale

FASE 4: una volta individuata la frontiera efficiente, lo step successivo consiste nell'**identificare il portafoglio ottimale** in grado di soddisfare le preferenze e gli obiettivi dell'investitore. Secondo la Teoria di Portafoglio, il portafoglio ottimale per l'investitore non è univoco ma dipende dalle sue preferenze in termini di avversione al rischio⁸. Nel caso di specie, in termini operativi, il portafoglio

⁸ Esprimendo le preferenze dell'investitore attraverso le curve di utilità (la cui dinamica dipende dal grado di avversione al rischio) il processo di ottimizzazione avviene individuando il portafoglio che si trova sulla tangente dove la frontiera efficiente si incontra con la curva di utilità di livello maggiore.

ottimale sarà quello che a parità di volatilità attesa, mira a raggiungere i rendimenti del portafoglio sulla frontiera, sia essa di tipo non vincolata o vincolata⁹.



Il portafoglio ottimale così selezionato rappresenta l'**Asset Allocation Strategica** (detta anche Benchmark Strategico), cioè l'allocazione in ciascuna *asset class* che l'investitore tenderà a mantenere mediamente nel **lungo termine** poiché in grado di raggiungere gli obiettivi prefissati. Durante il periodo di investimento, se l'investitore realizza delle previsioni sull'andamento dei mercati nel breve termine (ad esempio l'aspettativa che un mercato sovraperformerà o sottoperformerà gli altri nei prossimi mesi), può decidere di far discostare temporaneamente la sua allocazione di portafoglio rispetto ai pesi target previsti dal Benchmark Strategico, a favore o sfavore di alcune *asset class*, per trarre beneficio da queste *view*. Tale allocazione prende il nome di **Asset Allocation Tattica** e viene mantenuta dall'investitore nel **breve termine** per sfruttare le previsioni di mercato.

⁹ Selezionata a seconda dell'approccio di costruzione del portafoglio dell'investitore.

2.5 La selezione degli strumenti finanziari (*bond, stock e fund selection*)

FASE 5: nel processo di costruzione del portafoglio, la fase finale riguarda la fase di **Stock/Bond - Fund selection**, in cui il portafoglio finora definito nelle asset class viene tradotto in un portafoglio di prodotti finanziari investibili attraverso un approccio che può essere di tipo *top-down* (selezione degli strumenti partendo dall'analisi macroeconomica, settoriale e *view* di mercato sulle *asset class* per arrivare ai singoli prodotti) ovvero *bottom-up* (analisi che parte dai fondamentali e dai dati tecnici della società per selezionare gli strumenti finanziari, indipendentemente dal contesto macroeconomico e dalla *view* di mercato sulle *asset class*).

La selezione dei prodotti può essere distinta in due macrocategorie principali:

- Selezione diretta (*Stock/Bond Selection*): si selezionano direttamente i titoli azionari o obbligazionari appartenenti alle diverse *asset class* che compongono il portafoglio;
- Selezione indiretta (*Fund Selection*): consiste nella selezione di prodotti appartenenti all'universo del risparmio gestito, come fondi comuni di investimento tradizionali e fondi di investimento alternativi (FIA). La gestione operativa e la selezione dei singoli titoli viene delegata a gestori professionisti specializzati.

Spesso viene utilizzato un approccio ibrido che combina entrambe le metodologie.

Da un punto di vista operativo il processo di selezione dei prodotti si sviluppa attraverso una serie di step di analisi e valutazioni strutturate.



Inizialmente, attraverso la definizione di specifici criteri, viene svolta una fase di ricerca e screening del mercato. Questa fase è fondamentale per delimitare il campo di analisi, individuando i prodotti che presentano caratteristiche potenzialmente adatte a soddisfare gli obiettivi di investimento e siano perciò idonei ad essere inseriti nel portafoglio.

Successivamente, si elabora una *short list* di prodotti su cui condurre un processo di due diligence approfondito, che rappresenta il cuore dell'attività di selezione. Questo processo può assumere sia una forma sistematica sia una più discrezionale, combinando approcci qualitativi e quantitativi.

L'analisi qualitativa si concentra sull'approfondimento del contesto macroeconomico e settoriale di riferimento, considerando le dinamiche competitive, le prospettive di crescita del mercato ed eventuali fattori ESG per valutare la sostenibilità degli investimenti.

L'analisi quantitativa, invece, si basa sulle analisi di dati tecnici, che permettono di valutare le performance storiche, la volatilità, il rapporto rischio/rendimento o dei fondamentali aziendali.

Infine, completato il processo di due diligence, si crea una "*buy list*", ovvero un elenco ristretto degli strumenti finanziari considerati le migliori opzioni sul mercato. Questa lista rappresenta il punto di riferimento per l'implementazione del portafoglio ottimale.

3. LA COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO DEGLI INVESTIMENTI DELLA CDC

3.1 L'analisi degli obiettivi e la scelta del portafoglio ottimale

La Cassa Dottori Commercialisti segue un modello di costruzione vincolato, come precedentemente descritto, e la scelta del portafoglio ottimale viene svolta sulla base delle preferenze di investimento, del suo target di rendimento, del suo orizzonte temporale e del suo profilo di tolleranza al rischio. Il processo principia con l'analisi del Bilancio Tecnico-Attuariale, sui quali vengono condotte le valutazioni degli obiettivi finanziari e previdenziali della Cassa e vengono ricavate le informazioni necessarie in sede di costruzione e revisione dell'*Asset Allocation Strategica* secondo un approccio ALM.

Di seguito una sintesi dei principali fattori di valutazione utili per la definizione dei propri obiettivi di investimento e l'individuazione della composizione di portafoglio ottimale in termini di *Asset Allocation Strategica*:

- La CDC si assicura che il suo **obiettivo di rendimento** sia almeno pari o maggiore al rendimento target¹⁰ coerente con l'equilibrio attuariale, quantificato nel Bilancio Tecnico, che ne consente la sostenibilità patrimoniale nel lungo termine. Come riportato nel Quad.02 CDC, la Cassa Dottori Commercialisti opera in un sistema di calcolo della prestazione di tipo contributivo con rivalutazione annua dei montanti individuali degli iscritti: in tale contesto, nella gestione degli investimenti, la Cassa ha l'ulteriore obiettivo di generare annualmente un livello di rendimento contabile idoneo, in ottica di conto economico, alla rivalutazione del montante contributivo dei propri iscritti.
- La CDC presenta un profilo di **tolleranza al rischio** coerente con il suo equilibrio economico, finanziario e patrimoniale, che consenta all'Ente di non subire perdite significative, nel medio-lungo termine, al verificarsi di scenari eccezionalmente avversi¹¹. A tal fine, in sede di costruzione del portafoglio, vengono effettuate delle analisi di scenario e di *stress test* tramite la simulazione dei rendimenti anche in contesti economici sfavorevoli. I portafogli più adeguati per la Cassa tra i quali selezionare quello ottimale, sono quelli che

10 La CDC ha come target di rendimento, secondo il suo Bilancio Tecnico, un **rendimento reale annuo dell'1%**, che si traduce in un **rendimento target nominale del 3%** tenendo conto di un tasso medio annuo di inflazione del 2%, secondo quanto riportato nel Bilancio Tecnico.

11 Si pensi alla crisi Lehman Brothers del 2008 o ai recenti shock di mercato del periodo Covid.

recuperano le perdite registrate nelle fasi più avverse dei mercati nel medio termine, nell'arco massimo di 3 o 5 anni.



- In sede di costruzione dell'Asset allocation Strategica viene condotta anche un'analisi di **Risk Assessment** dove vengono valutate anche in ottica attuariale e rispetto al Bilancio Tecnico, la tenuta e robustezza delle stime di rischio/rendimento del portafoglio selezionato (Asset Allocation Strategica) analizzando la *sensitivity* delle attività e delle passività rispetto al rischio di tasso di interesse e di inflazione (in quanto sono i rischi principali per l'Ente).

3.2 Il processo di ottimizzazione (vincolata)

Il portafoglio CDC è composto da molteplici asset class, al fine di garantire un'adeguata diversificazione delle fonti di rendimento e di rischio, sfruttando anche la decorrelazione tra i mercati tradizionali e alternativi e stabilizzando così la performance complessiva attesa del patrimonio. La costruzione e revisione del portafoglio della Cassa avviene tramite un'ottimizzazione quantitativa vincolata,

introducendo vincoli di *asset allocation* che nascono da esigenze di natura sia qualitativa che quantitativa, al fine di garantire una migliore diversificazione del portafoglio tra i vari mercati e considerare un'allocazione minima a determinate *asset class* ritenute indispensabili quali ad esempio:

- a) i *matching assets* per garantire la quota del portafoglio orientata alla copertura delle passività;
- b) le classi di attivo con rendimenti legati all'inflazione (materie prime, obbligazioni inflation, immobiliare e infrastrutture), in quanto quest'ultima costituisce uno dei rischi principali per il patrimonio dell'Ente in ottica ALM;
- c) gli investimenti illiquidi (correlato all'esteso orizzonte temporale della CDC) che permettono di mirare a una maggiore crescita del capitale (anche grazie a un premio di illiquidità) ottenendo allo stesso tempo flussi reddituali periodici utili ai fini della formazione del saldo economico finanziario di bilancio in ottica ALM.

L'ottimizzazione vincolata permette in questo modo di includere nel portafoglio CDC un'allocazione a 17 *asset class*, rispetto ad un'allocazione a sole 3 *asset class* così come si otterrebbe utilizzando il processo di ottimizzazione libera puramente teorico.

Esistono poi ulteriori elementi di vincolo, dovuti a finalità strategiche o di tipo Mission-Related, in funzione del ruolo delle Casse a supporto all'economia reale (tramite gli investimenti nei mercati privati e real asset) e al sistema-Paese (tramite una maggiore esposizione verso il mercato domestico rispetto al peso più contenuto che l'Italia detiene nei vari indici di mercato).

3.3 La realizzazione del portafoglio sui mercati finanziari

L'implementazione degli investimenti della CDC avviene prevalentemente attraverso la modalità di selezione di tipo "indiretto": la Cassa determina e gestisce l'*asset allocation* scegliendo attivamente i mercati in cui investire e seleziona, attraverso una strategia di *building block*, gli operatori professionali (gestori) tramite la sottoscrizione di quote di OICR, ai quali sono, invece, delegate le attività di *stock picking* e *sector allocation*. Tale modalità di gestione indiretta è preferita alla sola gestione di tipo diretta di titoli/immobili per due principali motivazioni:

1. l'acquisto di un fondo consente di investire in un paniere adeguatamente diversificato di società/immobili, la cui composizione è gestita in modo dinamico in funzione del contesto di mercato e dei risultati delle società e lo stato degli immobili e, pertanto, consente di non aggiungere rischio idiosincratico al portafoglio mitigando i rischi di sbilanciare l'equilibrio finanziario-attuariale;
2. la gestione diretta in titoli societari necessita di una struttura organizzativa e di processi specializzati per supportare un'efficiente gestione di partecipazioni di debito e di capitale¹²; anche la gestione diretta di immobili necessita di una struttura organizzativa *ad hoc* e di processi specializzati, al fine di mantenere l'immobile al pari con l'evoluzione del mercato e delle relative riqualificazioni e riposizionamenti.

In linea di massima la modalità di gestione diretta viene impiegata dalla Cassa per l'investimento nel monetario, in titoli obbligazionari governativi e per investimenti tramite partecipazioni azionarie dirette che hanno natura strategico-istituzionale.

3.4 Evoluzione della composizione del portafoglio

Patrimonio al 31/12/2003	Peso %
Obbligazioni	23,7%
Azioni	2,1%
Quote di OICR aperti	21,2%
Quote di OICR chiusi	0,0%
GPM	31,2%
Immobili	13,7%
Liquidità	8,1%

Il portafoglio di investimento della Cassa si è sviluppato nel tempo per far fronte all'evoluzione delle diverse necessità e del patrimonio dell'Ente anche in termini di consistenze. Nel 2003, la composizione del portafoglio per tipologia di

¹² Come la presenza nei team di figure esperte di *equity* e *credit research, analysis* e trading per la gestione finanziaria e di diritto societario per la gestione legale e amministrativa degli eventi societari e della relativa politica di esercizio del diritto di voto.

strumento evidenziava una quota consistente del patrimonio (circa il 31,2%) gestita indirettamente tramite mandati di gestione patrimoniale, in cui il gestore era responsabile della definizione completa dell'*asset allocation* delle risorse a lui assegnate, in linea con i rendimenti target e i limiti di allocazione prefissati. La restante parte del portafoglio della Cassa era allocata prevalentemente in obbligazioni corporate e titoli di Stato (23,7%), quote di OICR aperti (21,2%)¹³, utilizzati principalmente come strumenti di allocazione della liquidità, e investimenti immobiliari (13,7%)¹⁴ detenuti esclusivamente in forma diretta; solo una quota residuale (2,1%) era investita in azioni dirette. Tale allocazione rifletteva la necessità di privilegiare, data la dimensione contenuta del patrimonio, strumenti e strategie caratterizzate da maggiore liquidità e semplicità gestionale.

Patrimonio al 31/12/2023	Peso %
Obbligazioni	16,6%
Azioni	2,4%
Quote di OICR aperti	53,5%
Quote di OICR chiusi	17,6%
GPM	0,0%
Immobili	1,9%
Liquidità	8,0%
Totale	100,0%

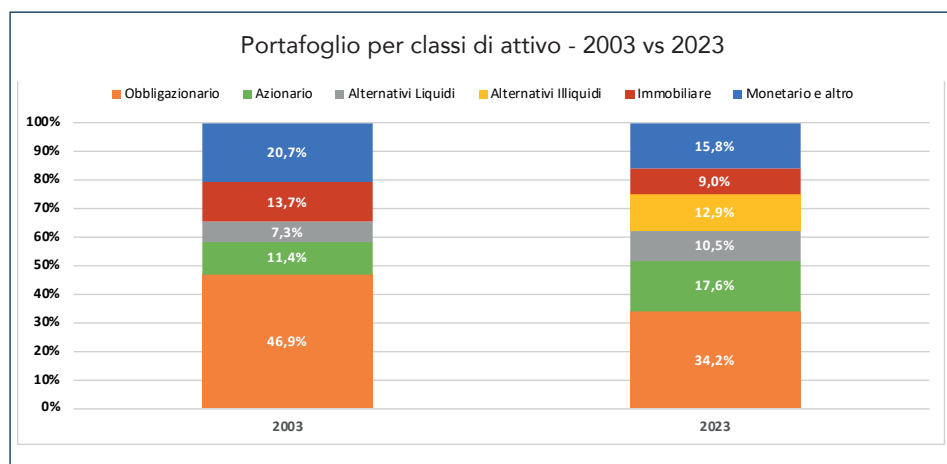
Analizzando il portafoglio vent'anni dopo rileviamo come la crescita nel tempo delle sue consistenze abbia permesso una strutturazione più articolata e sofisticata, maggiormente adeguata rispetto agli obiettivi prefissati grazie anche all'evoluzione delle unità organizzative (risorse umane e tecnologiche) dedicate alla gestione finanziaria, che si sono progressivamente rafforzate e specializzate. La gestione indiretta degli investimenti mobiliari attraverso i mandati in delega di gestione è stata sostituita gradualmente (e azzerata nel 2023) da un modello di investimenti in quote di OICR e in titoli di Stato in gestione diretta, evidenziando una maggiore propensione a adottare soluzioni più strutturate e diversifica-

¹³ Trattasi di investimenti in OICR, prevalentemente monetari e obbligazionari a breve, in ottica di impiego a breve termine della liquidità.

¹⁴ Il patrimonio immobiliare è qui rappresentato al valore di bilancio, al netto degli ammortamenti.

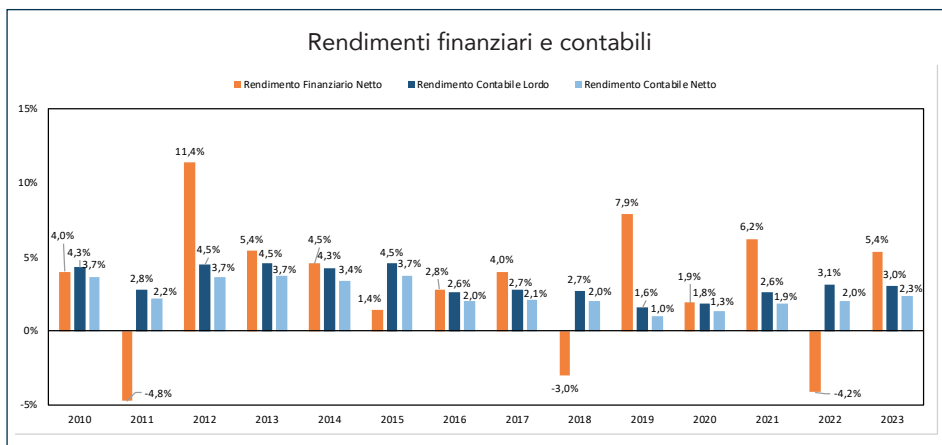
te. In particolare, l'aumento significativo delle quote di OICR aperti (53,5%) e l'introduzione di quote di OICR chiusi (17,6%) indicano una strategia più orientata verso strumenti in grado di offrire maggior diversificazione e accesso a mercati non tradizionali per ottimizzare il rendimento nel lungo periodo.

Negli anni il modello di gestione finanziaria e attuazione degli investimenti si è evoluto, e continuerà ad evolversi ed innovarsi in considerazione delle proiezioni di crescita della dimensione del patrimonio, con la finalità di ottenere una maggiore semplificazione ed efficienza amministrativa e finanziaria del patrimonio, senza comunque produrre impatti negativi sulle azioni di governance e sul controllo e trasparenza degli investimenti. La dimensione del patrimonio permette anche di strutturare l'*asset allocation* dell'Ente per includere molteplici *asset class* e conseguire una migliore diversificazione, anche tramite mercati non tradizionali, mantenendo sempre bilanciati i rischi assunti in ciascun mercato.



Il grafico evidenzia una significativa evoluzione nella composizione del portafoglio nell'ultimo ventennio, riflettendo sia un'evoluzione strategica verso una maggiore diversificazione e una ripartizione più equilibrata delle diverse *asset class*, sia un adattamento alle dinamiche di mercato.

3.5 Analisi storica dei rendimenti



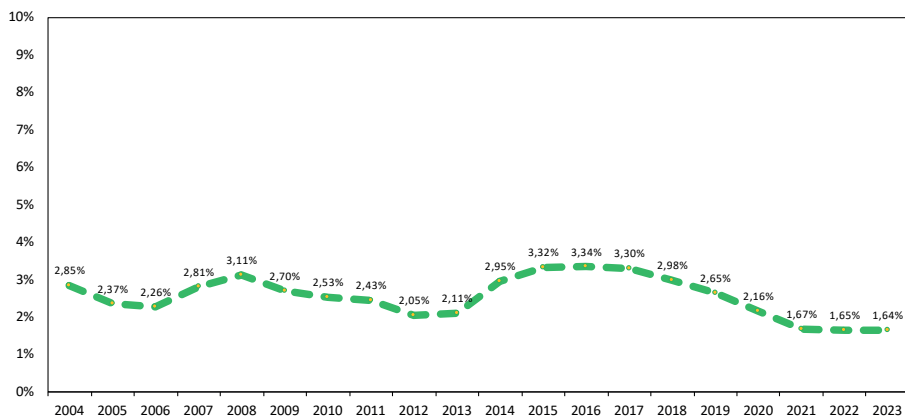
Di seguito vengono rappresentati i rendimenti finanziari e i **rendimenti contabili** registrati dalla CDC nel corso degli ultimi esercizi. I rendimenti contabili, valutati in ottica di bilancio civilistico, tengono conto per ciascun anno esclusivamente dei proventi finanziari incassati nel periodo (in termini di cedole, dividendi, etc.), delle minusvalenze e delle plusvalenze concretamente realizzate sul mercato: per tale ragione risultano sempre positivi e mostrano un andamento poco volatile nel tempo¹⁵.

I rendimenti finanziari, al contrario, calcolano anche le variazioni annuali rispetto al valore di mercato degli strumenti finanziari che compongono il portafoglio investito¹⁶, pertanto possono assumere valori negativi e presentano una maggiore volatilità.

¹⁵ Risultando comunque governabili dalle politiche finanziarie dell'Ente a differenza dei rendimenti aleatori dei mercati finanziari.

¹⁶ Il rendimento viene calcolato inserendo anche le così dette minusvalenze / plusvalenze implicite date dalla differenza tra la quotazione dell'asset ed il valore riportato in Bilancio. Per tali ragioni il tasso può assumere valori negativi in periodo di andamenti negativi dei mercati finanziari.

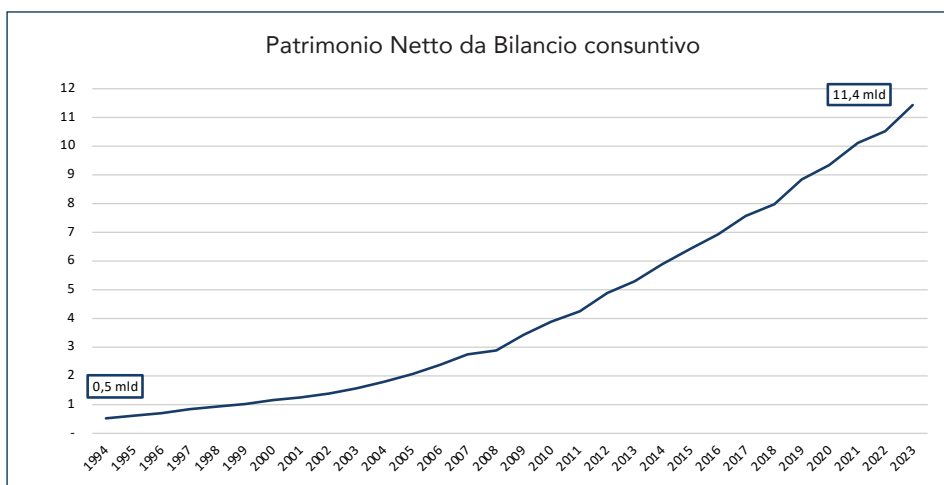
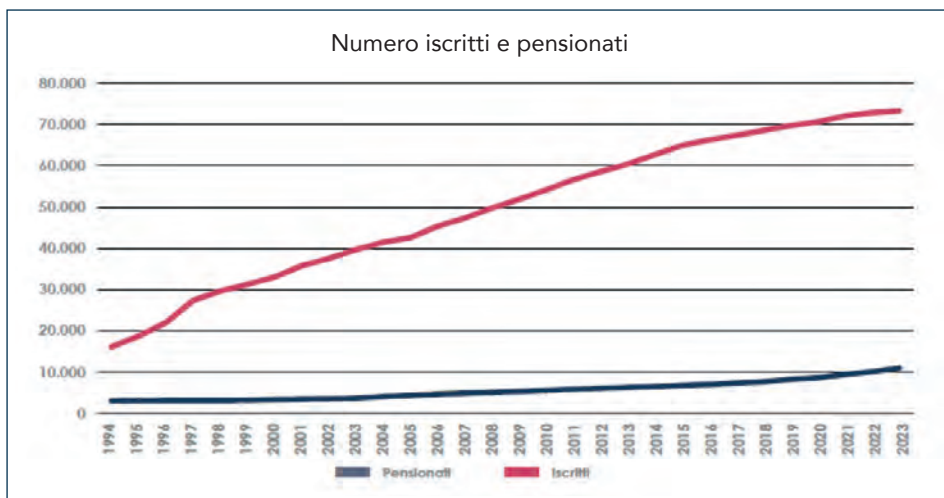
Media quinquennale dei rendimenti contabili CDC



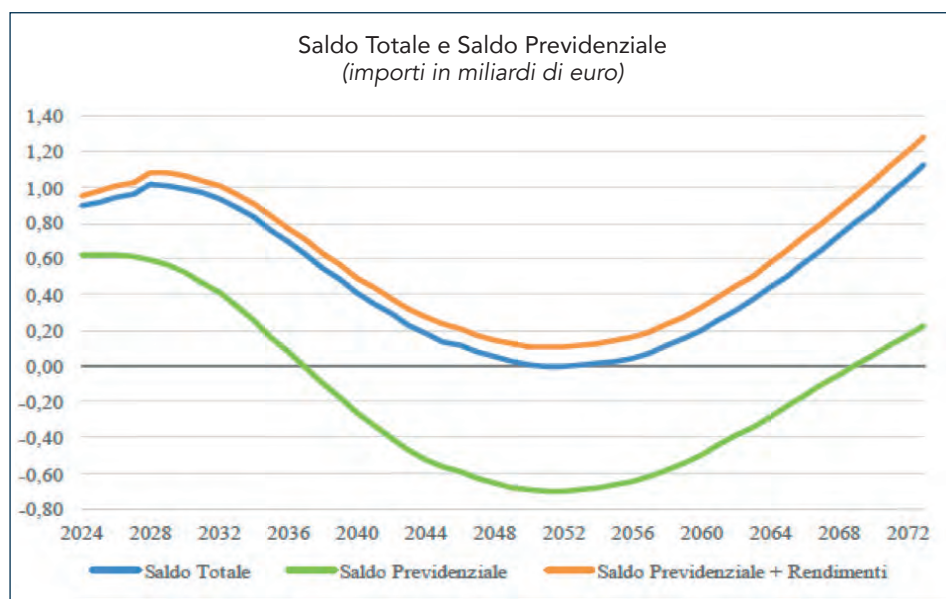
Per la determinazione del tasso di capitalizzazione del montante contributivo, la CDC dal 2009 utilizza la media quinquennale dei rendimenti contabili degli investimenti: tale parametro è certamente più adeguato a distribuire in maniera uniforme i rendimenti di bilancio registrati, evitando che singoli esercizi molto performanti (o viceversa) determinino asimmetrie nel processo di rivalutazione.

3.6 Andamento storico degli iscritti e del patrimonio netto

La CDC dal 1994, anno della sua privatizzazione, ha visto una crescita costante del numero di iscritti e delle consistenze patrimoniali. Come illustrato in figura, il numero di iscritti è passato da 16 mila circa nel 1994 a 73 mila nel 2023, mentre il patrimonio netto si è incrementato dai 530 milioni del 1994 agli 11,4 miliardi del 2023, portando il **patrimonio in rapporto a ciascun iscritto** da 33 mila euro a circa 156 mila euro.



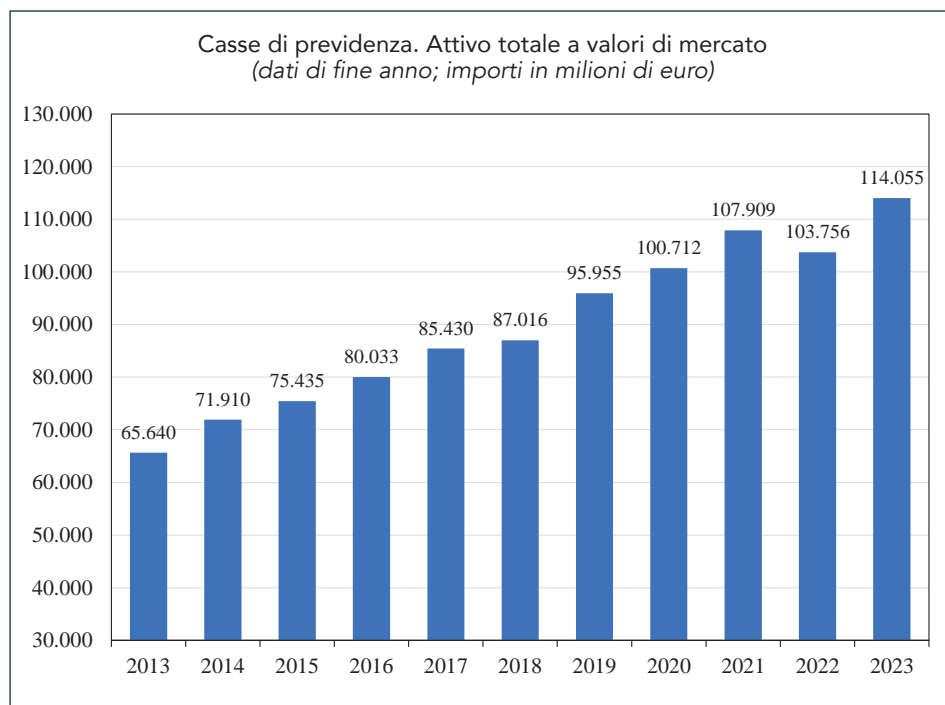
Si comprende facilmente come, per questo tipo di Enti previdenziali, la consistenza patrimoniale non possa essere analizzata in termini assoluti ma vada sempre rapportata alla distribuzione demografica cui fa riferimento. Casse di previdenza con consistenze patrimoniali modeste e debiti pensionistici contenuti possono risultare finanziariamente più equilibrate di Casse caratterizzate da elevati valori del debito latente pur disponendo di ampie consistenze patrimoniali.



Nel primo lavoro sviluppato dal Centro Studi CDC abbiamo implementato un indicatore calcolato in modo di favorire il monitoraggio dell'equilibrio tra Patrimonio e Debito latente accumulato: abbiamo verificato come il mantenimento dei valori raggiunti dal **Funding Ratio** permetterà alla Cassa di previdenza dei Dottori Commercialisti di poter affrontare il periodo di saldo previdenziale negativo coi soli rendimenti degli investimenti senza dover intaccare le riserve Patrimoniali accumulate.

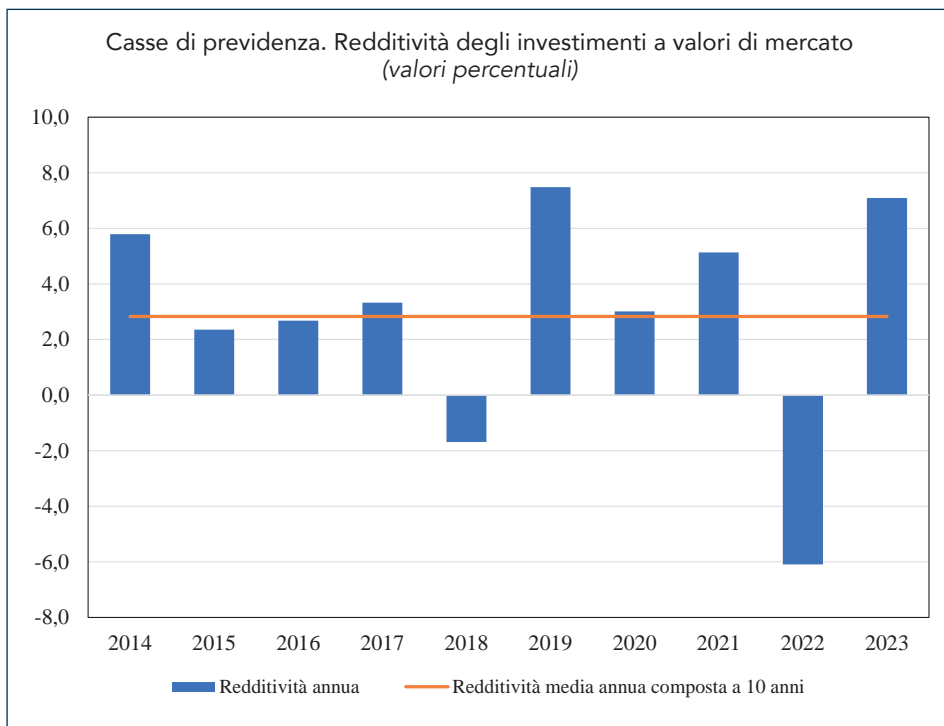
4. GLI INVESTIMENTI DELLE CASSE DI PREVIDENZA DEI LIBERI PROFESSIONISTI

4.1 Evoluzione dei "patrimoni Casse" del decennio 2013-2023



L'ultimo report COVIP¹⁷ evidenzia come le Casse di previdenza dei liberi professionisti abbiano registrato, nel decennio 2013-2023, un significativo incremento delle attività totali, passando dai 65,6 miliardi del 2013 ai 114 miliardi nel 2023. Ciò è frutto del c.d. bonus demografico che ancora caratterizza la maggior parte degli Enti previdenziali considerati.

17 COVIP: Casse di previdenza – Gli investimenti: dimensioni e composizione – anno 2023



Esaminando la redditività di lungo periodo¹⁸, si evidenzia come il rendimento finanziario medio annuo composto ottenuto dagli investimenti delle Casse di Previdenza abbia raggiunto, al netto degli oneri fiscali e dei costi diretti di gestione, un soddisfacente livello del +2,8% (+3,5% quello di CDC). Restringendo il campo al medio periodo, evidenziamo come il rendimento dell'ultimo quinquennio salga a +3,2% (+3,9% CDC).

¹⁸ Prescindendo quindi dai meno significativi risultati dei singoli esercizi in cui si son rilevati crolli dei mercati (es. Covid) e successivi rimbalzi tecnici.

4.2 Composizione dei portafogli

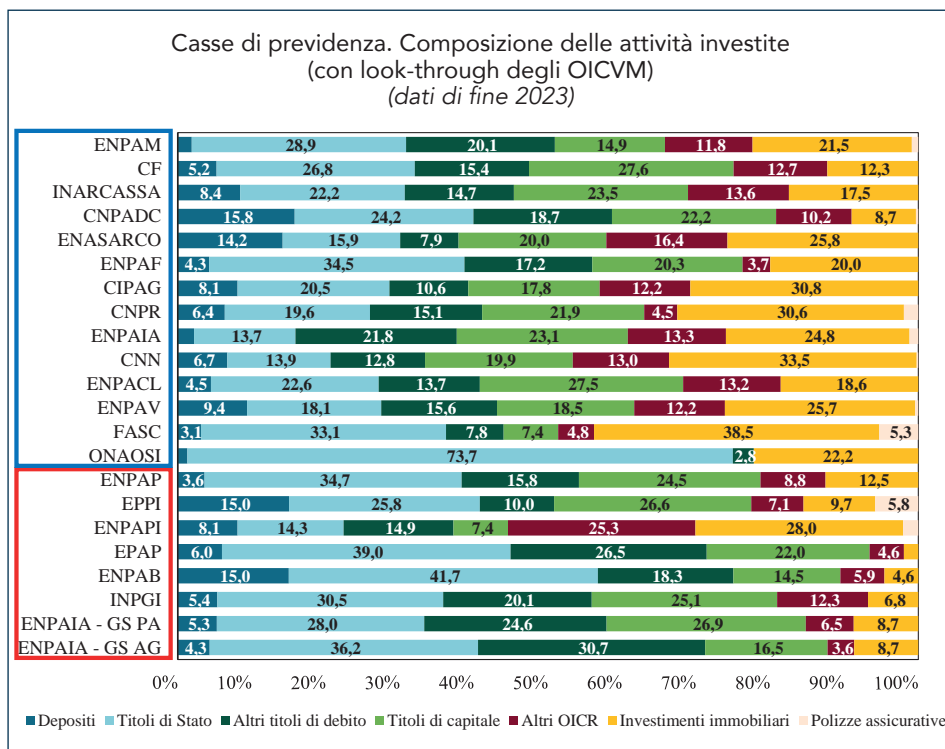
Come detto nei paragrafi precedenti, la composizione di portafoglio di ciascuna Cassa di previdenza è strettamente correlata alla distribuzione demografica dei propri iscritti ed alle correlate necessità finanziarie nel tempo. Poiché questi Enti presentano spesso distribuzioni demografiche differenti tra loro, sarebbe sbagliato e preoccupante pensare che gli stessi sviluppino investimenti omogenei o standardizzati per tutti. Ad esempio, la composizione del patrimonio investito della CDC riflette non solo la dimensione delle sue consistenze¹⁹ ma soprattutto i suoi obiettivi previdenziali in termini di assolvimento degli impegni finanziari futuri che derivano dalle caratteristiche degli iscritti all'Ente e dagli sviluppi attesi, demografici ed economici, della categoria. La stessa logica di strutturazione degli investimenti si estende a tutte le Casse di previdenza che, per diverse dimensioni e diverse caratteristiche per età degli iscritti, possono avere una composizione del patrimonio molto differente tra loro in funzione dei rispettivi obiettivi.

Classe di attivo	2013	2023	Delta
Depositi	7,5%	5,7%	-1,8%
Titoli di Stato	19,7%	16,8%	-2,9%
Altri titoli di debito	9,9%	4,4%	-5,6%
Titoli di capitale	6,2%	8,4%	2,2%
OICVM	12,7%	29,0%	16,4%
Altri OICR	15,9%	23,7%	7,8%
- di cui: fondi immobiliari	11,4%	13,7%	2,4%
Immobili	17,6%	2,3%	-15,3%
Partecipazioni in società immobiliari	0,9%	0,5%	-0,4%
Polizze assicurative	0,7%	0,5%	-0,2%
Altre attività	9,0%	8,8%	-0,3%
Totale attività	100,0%	100,0%	

¹⁹ Pari a € 11,5 mld al 31/12/2023

Confrontando la composizione media di tutti gli Enti di previdenza negli ultimi dieci anni, emerge come, seppure le modalità di gestione siano differenti tra le diverse Casse, sono presenti alcuni elementi comuni, evidenziati nella tabella. Nel 2023 l’allocazione media verso gli immobili diretti è pari al 2,3%, in calo, rispetto al 2013, di circa il 15% sui patrimoni complessivi. È aumentato invece l’impiego di strumenti in delega di gestione indiretta: gli OICVM costituiscono il 29% del patrimonio delle Casse, in aumento del 16,4% rispetto al 2013, mentre la quota degli “altri OICR” si incrementa fino al 24%, anche per i maggiori impieghi verso i mercati alternativi. In generale si evidenzia un calo di alcune componenti a difficile smobilizzo, con particolare riferimento al comparto immobiliare per cui vengono sempre più utilizzati strumenti in delega piuttosto che gestioni dirette.

4.3 Esempi di AA-ALM rispetto alle singole specificità



Come riportato dalla citata relazione annuale della COVIP sugli Enti previdenziali, la composizione per classi di attivo e la tipologia di strumenti utilizzati è molto eterogenea tra i diversi Enti, in quanto ognuno presenta:

- diversi orizzonti temporali dettati dalle dinamiche demografiche future delle rispettive categorie di iscritti, che implicano diverse ripartizioni tra i rischi dei mercati e il grado di liquidità del portafoglio investito;
- diverse dimensioni del patrimonio e della struttura organizzativa.

Si riscontra come esistano ampie differenze nelle diverse componenti delle attività investite: il comparto immobiliare mostra un range che va da un minimo del 2% (EPAP) ad un massimo del 39% (FASC), mentre per i Titoli di Stato si passa dal minimo del 14% (ENPAIA) fino al 74% (ONAOSI). Utilizzando quest'ultimo a titolo di esempio, l'imponente prevalenza di investimenti in Titoli di Stato è dovuta per l'ONAOSI²⁰ dalle necessità di flussi finanziari periodali ben soddisfatta dalla monetizzazione delle cedole obbligazionarie oltre che dalle caratteristiche di liquidabilità di questa tipologia di strumenti finanziari.

²⁰ Fondo assistenziale che eroga esclusivamente prestazioni di carattere assistenziale a favore degli orfani e dei figli dei sanitari dipendenti delle Pubbliche Amministrazioni.

5. CONCLUSIONI

Le Casse di Previdenza operano in un sistema di finanziamento a ripartizione "misto", in cui i flussi finanziari dei lavoratori attivi sono integrati da una componente *Funded*. La principale funzione del Patrimonio, terminata la fase di accumulo, è quella di protezione dell'Ente da shock demografici prevedibili o esogeni. Nel momento in cui le entrate contributive non riusciranno più a soddisfare le uscite per prestazioni, sarà necessario ricorrere al Patrimonio ed ai suoi rendimenti per coprire il deficit.

L'estrema delicatezza di tale funzione comporta le seguenti conclusioni nelle scelte d'investimento del Patrimonio che il gestore della Cassa di previdenza deve operare:

1. In un approccio rischio/rendimento²¹, Le Casse debbono mantenere un orientamento molto prudentiale nella costruzione dell'*asset allocation*, che consenta di ottenere un portafoglio stabile, robusto, diversificato e ragionevole. Rispetto alle molteplici opportunità nella selezione di portafogli efficienti si dovrà tenere conto dell'alto livello di avversione ai rischi di mercato a tutela di possibili deprezzamenti del Patrimonio, anche se ciò presuppone una redditività attesa limitata.
2. Gli investimenti vanno valutati non solo rispetto al rischio ma anche rispetto all'orizzonte temporale: è importante che la distribuzione degli investimenti, in termini di durata e liquidabilità, sia strettamente correlata alle future esigenze finanziarie dell'Ente. Il punto di riferimento è il Bilancio Attuariale nella sua componente di evoluzione demografica e delle necessità monetarie attese a copertura delle prestazioni previdenziali maturate.

Rispetto alle proprie specifiche distribuzioni demografiche, le diverse Casse debbono avere composizioni di portafoglio specifiche e differenti soprattutto quando è dissimile la distribuzione per età dei propri iscritti/pensionati.

21 Caratterizzato per definizione dalla necessità di esporsi a maggiori rischi di perdite potenziali per poter ottenere maggiori valori di rendimento atteso (o, in altri termini, di poter ridurre i rischi di mercato solo accettando una remunerazione attesa inferiore).

3. La funzione di garanzia a supporto di futuri shock demografici può essere pienamente soddisfatta solo attraverso il costante monitoraggio dell'equilibrio tra Patrimonio e Valore Attuale del Debito Latente. Come meglio esaminato nel Quad.01 CDC, a nostro avviso tale funzione può essere espletata attraverso verifiche periodiche dei valori nel tempo del Funding Ratio così come da noi definito nel Quaderno.

Un'ultima considerazione di carattere generale riguarda il sistema fiscale "atipico" che caratterizza gli investimenti patrimoniali delle Casse di previdenza obbligatorie italiane. Come rimarcato più volte, il rendimento netto degli investimenti governa sia la sostenibilità di lungo periodo dell'Ente sia l'adeguatezza delle prestazioni: ciò comporta che la tassazione dei rendimenti realizzati dalle Casse debba essere sostenuta da una politica fiscale adeguata, equa e stabile nel tempo affinché in fase di pianificazione possano essere compiute scelte corrette e durature che non siano minate da estemporanei interventi legislativi (magari realizzati per altre necessità senza però tener conto dell'impatto sugli equilibri finanziari del comparto della previdenza obbligatoria italiana).

BIBLIOGRAFIA

- Bianchi S., Trudda A., 2008. *Global Asset Return in Pension Funds: a dynamical risk analysis* - Mathematical Methods in Economics and Finance.
- Cadoni M., Melis R., Trudda A., 2015. *Financial crisis: a new measure for risk of pension fund portfolios*, Plos One 10 (6), 10.1371.
- Cadoni M., Melis R., Trudda A., 2016. *Pension funds rules: paradoxes in risk control*, Finance Research Letters.
- COVIP, Casse di previdenza – Le politiche di investimento – Quadro di sintesi anno 2014
- COVIP, Casse di previdenza – Gli investimenti: dimensioni e composizione – anno 2023
- Elton E.J., Gruber M.J., Brown S.J., Goetzmann W.N., 2014. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 9 th ed., John Wiley and Sons, Inc.
- Fama, E.F., 1965. *The behavior of stock-market prices*. The journal of Business 38, 34–105
- Fama E.F. and French K.R., 2003. *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*, Journal of Economic Perspectives,
- Fama E.F. and French K.R., 2015. *International tests of a five-factor asset pricing model*, Journal of Financial Economics.
- Hull J.C., 2015. *Risk Management and Financial Institutions*, 4 th ed., John Wiley and Sons, Inc.
- Liu, H.Y., Manzoor, A., Wang, C.Y., Zhang, L., Manzoor, Z., 2020. *The COVID-19 outbreak and affected countries stock markets response*, International Journal of Environmental Research and Public Health 17, 2800.
- Markowitz, H., 1952. *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, 7(1), 77–91
- Markowitz, H., 1959, *Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons
- Mercer, CDC – Benchmark Strategico 2024
- Mercer, CDC – Risk Assessment 2024
- Otranto E., Trudda A., 2008. *Evaluating the risk of Pension Funds by Statistical Procedures*, Transition Economies: 21st Century Issues and Challenges - Nova Science NEW YORK pp 189-204.
- Sharpe William F., 1964. *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, The Journal of Finance.
- Trudda A., 2007. *Classifying the Italian pension funds via GARCH distance* - Mathematical and Statistical Methods for Insurance and Finance.

IMPAGINAZIONE E STAMPA

TIBURTINI 
CARATTERE TIPOGRAFICO

