

INVESTIMENTI E INCHIESTE

# Facciamo chiarezza sugli strutturati

Comprendere gli investimenti per comprendere l'evoluzione del patrimonio investito dell'Ente. Un esercizio spesso interrotto dal clamore di sedicenti "inchieste" giornalistiche, non certo caratterizzate dal dono della chiarezza e della correttezza dei dati. In questa occasione, cercheremo di conciliare le due cose: capire gli strumenti finanziari attraverso un'inchiesta sbagliata.

di Riccardo Darida  
Area Finanza

**N**ell'inchiesta del 15 giugno di Repubblica, dal titolo "Pensioni sull'orlo del crac", si è tornati a parlare nuovamente di titoli strutturati. Il tutto ha preso spunto dalle vicende che hanno recentemente investito una delle principali Casse di previdenza italiane, ma che nulla hanno a che vedere con il resto del mondo previdenziale e meno che mai con l'Enpav. In tale inchiesta si è evidenziato come, tra le tante, anche l'Enpav abbia acquistato nel corso degli anni obbligazioni strutturate.

Negli articoli di questa inchiesta nessuno si è preoccupato di indicare le caratteristiche di ciascuna delle obbligazioni presenti nei bilanci degli Enti, evidenziandone i rischi connessi. Nel nostro caso, si è trattato esclusivamente di emissioni a capitale garantito che nel corso della loro vita sono state penalizzate esclusivamente da un punto di vista cedolare. I capitali investiti, invece, sono ri-

masti integri, in quanto garantiti dagli emittenti.

La storia ha dimostrato che inserire tali prodotti nel portafoglio dell'Ente è stato tutt'altro che sbagliato, a dispetto anche di una delle crisi finanziarie più devastanti dell'era moderna. Nonostante le perdite generalizzate registrate in tutti i mercati investibili, la penalizzazione subita dal patrimonio dell'Ente ha riguardato esclusivamente il profilo cedolare delle obbligazioni, mentre i capitali a scadenza sono rimasti integri, in quanto garantiti dagli emittenti. Sembrerà assurdo per chi ha scritto l'articolo, ma le obbligazioni strutturate nel nostro caso hanno generato effetti esattamente contrari a quelli evidenziati. In pratica, in anni in cui tutta la finanza crollava, il patrimonio dell'Ente è stato caratterizzato da una maggiore stabilità; certo non è cresciuto a ritmi esponenziali, ma quanto meno ha salvaguardato l'equilibrio economico-finanziario di lungo periodo, che è condizione essenziale per il pagamento delle pensioni nel tempo. Ciò può essere più facilmente compreso se os-

serviamo il grafico riportato di seguito, dove la crescita di 100 € investiti nel patrimonio dell'Ente, negli anni che vanno dal 2004 al 2010, è stata messa a confronto con la crescita degli stessi 100 € investiti in una Asset Allocation tradizionale, senza obbligazioni strutturate all'interno, investita per il 15% in Monetario, per il 55% in Obbligazionario e per il 30% in



Confronto tra montanti



Azionario.

Nonostante questo, a fine 2010 è stato deciso di ottimizzare l'intero pacchetto di obbligazioni strutturate a capitale garantito in portafoglio, con un duplice obiettivo: in primo luogo, mettere a tacere una volta per tutte le critiche (fin troppo strumentali!) mosse al mondo delle casse da parte degli organi di stampa di settore e non, che ritengono tali strumenti troppo rischiosi per il mondo previdenziale; in secondo luogo, ridare a questi strumenti un profilo di redditività che fosse in linea con gli obiettivi di lungo periodo tipici dell'Ente. Il processo di ottimizzazione, lungo e laborioso, ha perfettamente centrato gli obiettivi indicati:

- è stato ridotto sensibilmente il profilo di rischio dell'investimento, oggi esposto solo nei confronti di emissioni dello Stato Italiano e non più nei confronti di un pool di banche internazionali, seppur di rating elevato;
- è stato incrementato sensibilmente il profilo reddituale del-

l'investimento, pari a circa il 4% medio annuo;

- abbiamo annullato la nostra esposizione in strutturati.

Questa operazione ha rappresentato solo un tassello di una strategia di più ampio respiro iniziata dall'Enpav proprio nel 2010 e che è tutt'ora in corso.

Il primo passo di questa strategia è stato quello di definire, con l'ausilio del consulente finanziario Benchmark & Style, la strut-

tura della nuova Asset Allocation Strategica rappresentata nella tabella in fondo alla pagina.

Successivamente, sono stati effettuati degli investimenti con il fine di far allineare il portafoglio di investimento dell'Ente con l'Aas sopra riportata. Si è cominciato con l'acquisto di un pacchetto di strumenti passivi azionari (fondi ed Etf), che ha permesso di incrementare la componente azionaria, fino ad oggi particolarmente sottostimata, con strumenti caratterizzati da un profilo commissionale molto basso. Sono state poi acquistate obbligazioni con scadenza compresa tra i 3 e i 5 anni con l'obiettivo di diversificare la struttura della componente obbligazionaria del portafoglio Enpav, privilegiando strumenti poco rischiosi e molto liquidi. Si cercherà uno strumento capace di gestire attivamente le fasi congiunturali del mercato, in modo tale da rimanere ancorati ad eventuali scatti del mercato finanziario, ma nel contempo, reagire tempestivamente a crolli non facilmente prevedibili. ●

#### 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 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%