

Come la crisi tocca la previdenza integrativa

Il 2008 si chiude con un risultato negativo (-6,35%), ma comunque migliore della media dei fondi pensione. Si guarda già al futuro, pronti a cogliere la ripresa

Alessandro Baldi

L'attività del Fondo, di solito articolata sul fronte patrimoniale e sul versante previdenziale, ha richiesto nel corso del 2008 una cura e un'attenzione particolari soprattutto per la gestione del patrimonio mobiliare.

Le problematiche e le incertezze che si sono manifestate nei mercati finanziari già nel 2007 per la crisi dei mutui subprime sono poi esplose nel corso del 2008. Qui il concatenarsi di una serie di avvenimenti ha portato a effetti negativi e straordinari per entità, diffusione globale e coinvolgimento di tutti i settori e le aree geografiche, con un trasferimento della crisi sull'economia reale.

Gli interventi del Fondo sull'asset allocation e sui mandati di gestione

A fronte di un panorama così negativo, si è attuata un'incessante attività di monitoraggio dell'andamen-

UN 2008 SENZA PRECEDENTI

Dopo il crollo del mercato immobiliare Usa e le insolvenze dei mutui subprime del 2007 la situazione si è così evoluta:

- la cartolarizzazione dei mutui attraverso obbligazioni Abs (Asset backed security) e Cdo (Collarized debt obligation) per migliaia di miliardi di dollari ha prodotto un effetto moltiplicatore del rischio di cui ancora oggi è impossibile individuare l'allocatione;
- l'incertezza ha contagiato altri settori, tipologie di obbligazioni e strumenti finanziari producendo un'ondata di vendite che si è estesa anche al settore azionario, con conseguente drastico crollo dei valori;
- le banche (principali detentori di Cdo, oltre agli hedge fund), pesantemente esposte a questi strumenti, hanno dovuto rilevare perdite di bilancio per centinaia di milioni di dollari creando un generale clima di sfiducia che,

nelle borse mondiali, ha prodotto un eccesso di vendite, specialmente di titoli finanziari e di quote dei fondi di investimento, interessati da abbondanti richieste di riscatto;

- la crisi si è propagata in maniera dirompente sul mercato dei Cds, strumenti assicurativi contro il rischio di insolvenza, per i quali è sorto il dubbio che l'enorme concentrazione dei rischi per banche, hedge fund e compagnie assicurative non avrebbe permesso di assolvere gli impegni assunti. Così è accaduto negli Usa per Bears Stearns, in dissesto, che ha dovuto essere rilevata da Jp Morgan; per Lehman Brothers, che a settembre ha dichiarato bancarotta, seguita da Aig, prima compagnia assicurativa a livello mondiale, che ha costretto al salvataggio con la nazionalizzazione il Tesoro e la Federal Reserve Usa. Stessa sorte per le due primarie agenzie di mutui Usa che garantiscono la liquidità per i finanziamenti per l'acquisto delle case, Fannie Mae e Freddie Mac, per le quali è stato disposto un intervento federale; Merrill Lynch viene salvata da Bank of America. Simili problematiche sorgono in altri paesi che dispongono interventi di salvataggio e rifinanziamento a carico dello Stato.

Alessandro Baldi è presidente del Fondo Mario Negri oltre che vicepresidente di Manageritalia.

Tabella 1 – **EVOLUZIONE DELLA COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO INVESTIMENTI DEL FONDO (%)**

	30/6/2007	1/1/2008	30/6/2008	31/12/2008	28/2/2009
Azioni	25	23	18	14	5
Obbligazioni	35	38	37	40	38
Oicr	18	13	9	5	0
Strumenti decorrelati	5	3	3	3	0
Polizze di capitalizzazione	9	10	10	13	13
Liquidità	2	8	15	17	36
Immobili	6	5	8	8	8
	100	100	100	100	100

to delle diverse gestioni con ripetuti incontri con i gestori. È stata perciò disposta la revoca di alcuni mandati (Credit Suisse e Schroders, quest'ultimo relativo alla gestione bilanciata per il tfr, al quale è subentrato il gestore Caam).

A seguito degli interventi e degli effetti prodotti dall'andamento di mercato, la situazione degli investimenti per classi di attività nel 2008 e nei primi mesi del 2009 ha subito forti mutamenti (vedi tabella 1).

In funzione dell'utilizzo di specializzazioni più avanzate, per l'obbligazionario si è emanato un bando, nei termini di legge e secondo le procedure Covip, per selezionare nuovi gestori che ha portato ad affidare nuovi mandati a BlackRock, Hsbc e Pimco.

Nel corso del 2008 sono anche state selezionate compagnie assicurative allo scopo di ulteriori in-

■ il preoccupante rischio sistemico di solvibilità dell'intero sistema finanziario ha prodotto la drastica contrazione delle concessioni di credito e ha indotto a vendite di strumenti finanziari per chiudere posizioni a leva eccessivamente rischiose e comunque per procurarsi liquidità. A questo è seguito un disastroso crollo di tutti i mercati mobiliari e l'entrata in fase acuta della recessione mondiale.

A fronte di tali inimmaginabili eventi, è comprensibile che investitori istituzionali quali i fondi pensione, con il loro asset allocation impostato in base ai dettami del dm 703/96, abbiano potuto evitare solo in parte gli esiti negativi delle cadute dei valori mobiliari. Il trend negativo generalizzato ha peraltro stravolto anche i principi, pur consolidati, di decorrelazione che intercorrono tra le diverse tipologie di strumenti finanziari. Quelli di cui il Fondo si era dotato seguendo i canoni tradizionali e in funzione di una prudente diversificazione. Inaspettatamente si è realizzato il simultaneo crollo del valore di tutte le principali classi di attività.

Il piano presidenziale di fine 2008 di salvataggio delle banche Usa e il pacchetto di interventi dell'Unione europea per



fronteggiare la crisi hanno previsto situazioni di sospensione del criterio del valore di mercato (fair value o valore equo) per la valutazione dei valori mobiliari. Pur nella consapevolezza che questo provvedimento non sia del tutto infondato e che possa essere applicato, in una certa misura, anche relativamente alla valutazione del portafoglio dei fondi pensione, il Fondo ha deciso di privilegiare i principi della prudenza e trasparenza confermando la valutazione al prezzo di mercato del proprio patrimonio mobiliare a fine esercizio.

vestimenti nello strumento "polizze assicurative a rendimento garantito". L'intento è duplice: incrementare la quota di patrimonio con carattere di decorrelazione al mercato e bassa volatilità e costituire ulteriore copertura per la destinazione dei futuri conferimenti di tfr nel comparto garantito, stipulando quindi un'ulteriore polizza con la compagnia Assicurazioni Generali.

Il Fondo ha proceduto alla verifica, su richiesta della Covip, dell'adeguata diversificazione degli investimenti e rilevato presenze non significative (0,1%) di titoli del Gruppo Lehman Brothers e l'assenza di strumenti

riconducibili ai fondi Madoff. Ha ulteriormente agito sui gestori, ottenendo una seppur minima riduzione del carico delle commissioni contrattuali per il 2008 e introducendo nuovi operatori. Per dare nuovo impulso alle gestioni mobiliari, concluso il ciclo dell'attività prestata per il Fondo dalla società di consulenza finanziaria Fincor Finance S.A., dal 1° gennaio 2009 è Link Institutional Advisory Sagl la nuova società di consulenza finanziaria incaricata.

Il rendimento del Fondo nel 2008

Per quanto il risultato di esercizio non possa che essere definito deludente, l'attività di gestione è in parte riuscita a contenere le perdite, riguardanti peraltro la maggior parte dei fondi pensione (vedi tabella 2) ►

Tabella 2 – FONDI PENSIONE E PIANI INDIVIDUALI PENSIONISTICI (PIP): RENDIMENTI NETTI. VALORI MEDI PER CATEGORIE DI FONDO/COMPARTO¹

(dati provvisori per il 2008, valori percentuali)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Patrimonio al 31/12/2008 (mln di euro)
FONDI PENSIONE²	5,2	4,5	8,6	3,4	1,4	-8,4	
Fondi pensione negoziali	5,0	4,5	7,5	3,8	2,1	-6,3	
Fondi monocomparto ³	4,2	4,4	8,3	3,7	1,4	—	—
Fondi multicomparto							
<i>Obbligazionario puro</i>	3,0	2,2	2,1	2,6	2,2	1,6	763
<i>Obbligazionario misto</i>	4,3	3,9	6,9	2,7	2,1	-3,9	5.585
<i>Bilanciato</i>	7,0	4,9	7,9	5,6	2,4	-9,4	6.018
<i>Azionario</i>	8,3	5,9	14,9	8,2	1,3	-24,5	314
Comparti garantiti ⁴						3,1	1.236
Fondi pensione aperti	5,7	4,3	11,5	2,4	-0,4	-14,1	
<i>Obbligazionari puri</i>	1,6	3,3	3,3	-0,2	1,6	4,9	333
<i>Obbligazionari misti</i>	3,1	4,2	6,4	1,0	0,3	-2,2	638
<i>Bilanciati</i>	4,9	4,2	11,4	2,4	-0,3	-14,1	1.521
<i>Azionari</i>	8,4	4,7	16,2	3,7	-1,6	-27,7	1.333
Comparti garantiti ⁴	2,6	3,1	2,9	1,0	1,9	1,8	771
PIP							
Unit Linked						-24,9	
<i>Linee obbligazionarie</i>						2,7	97
<i>Linee flessibili</i>						-6,2	140
<i>Linee bilanciate</i>						-16,2	61
<i>Linee azionarie</i>						-36,5	339
Gestioni separate ⁵						n.d.	710
Per memoria:							
Rivalutazione netta del tfr⁶	2,8	2,5	2,6	2,4	3,1	2,7	

¹ Rendimenti calcolati come variazione degli indici di capitalizzazione. I rendimenti relativi ai fondi sono rappresentativi della performance media al netto degli oneri (di gestione e fiscali) gravanti sui fondi.

² Fondi pensione di nuova istituzione, negoziali e aperti.

³ Per il 2008 i due fondi che sono rimasti monocomparto vengono considerati insieme ai fondi multicomparto.

⁴ I rendimenti dei comparti garantiti sono calcolati come variazione degli indici di capitalizzazione costruiti sulla base del valore della quota; gli stessi pertanto non incorporano il valore della garanzia.

⁵ Per le gestioni separate di ramo I non si dispone dei dati in corso d'anno. Il patrimonio riportato fa riferimento al dato al 31/12/2007.

⁶ Tasso di rivalutazione al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 1° gennaio 2001.

che hanno dovuto subire perdite e affrontare rischi non prevedibili.

Nella formulazione dei giudizi non si può prescindere dal riferimento agli indici delle borse più significative, il cui deprezzamento registratosi nel 2008 è compreso tra il 49,53% di Milano-S&P/Mib e il 35,15% di New York-Dow Jones e attesta l'imprevedibile situazione di fragilità e vulnerabilità che si è prodotta nel sistema finanziario ed economico mondiale.

Quanto ai rendimenti del Fondo per i due comparti dedicati al tfr, per il bilanciato il risultato negativo è pari al 6,03%, tenuto conto dell'effetto del recupero delle imposte. Mentre quello per il comparto garantito è positivo e conforme alle attese, in linea con quello tendenziale, pari al 3,75%, che si riduce al 3,34% in seguito all'applicazione dell'imposta sostitutiva.

La ripartizione del residuo risultato negativo dell'esercizio comporta l'attribuzione ai conti individuali di una perdita netta pari al 6,35%.

Pur avendo la piena consapevolezza della situazione di estrema anomalia del funzionamento dei mercati in cui i gestori si sono trovati a operare, sono state analizzate scelte e impostazioni date al portafoglio del Fondo nel corso del 2008 in funzione delle diverse fasi dei mercati. È emerso che oltre un quarto del risultato negativo è in qualche modo dovuto a scelte dei gestori non rispondenti, almeno per la tempistica, a effettivi sviluppi del mercato, o a selezione di titoli (azioni, obbligazioni e relativa duration, comparti, regioni) il cui esito non ha corrisposto alle aspettative. Tali risultati costituiscono un supporto necessario per un'avveduta impostazione dell'asset allocation 2009 e per l'utilizzo dei gestori in funzione delle capacità dimostrate per le varie classi di portafoglio.

L'asset allocation per il 2009

L'impostazione dell'asset allocation per il 2009 è un compito affrontato con la massima attenzione e ponderatezza, avendo bene a mente l'interesse degli iscritti, la finalità previdenziale degli investimenti, la loro coerenza con il conseguente profilo rischio/rendimento e l'orizzonte temporale di riferimento.

Quindi si è deciso di contemperare sinergicamente il principio dell'estrema prudenza e la caratteristica della flessibilità, dal momento che il contesto generale rimane fragile. Permangono dati macroeconomici negativi e conseguenti riduzioni degli utili aziendali. Gli effetti dei massicci interventi avviati e annunciati dai governi e quelli delle autorità monetarie dovrebbero risentirsi verso la fine 2009 e oltre. Tuttavia va considerato che le borse generalmente anticipano la ripresa del ciclo economico e il Fondo deve trovarsi in condizione di cogliere le eventuali opportunità di recupero offerte dai mercati finanziari.

GESTIONE 2008: QUALCHE FLASH



Il comparto immobiliare

È in atto la dismissione delle unità immobiliari abitative o commerciali definite mature in termini di potenzialità di rivalutazione, così come previsto dal piano di riqualificazione approvato in precedenza dal consiglio di amministrazione. Per quanto riguarda le unità locate, in occasione dei rinnovi dei contratti di locazione in scadenza i canoni sono stati adeguati alle condizioni di mercato, seguendo i criteri di ottimizzazione della redditività. Alla luce del perdurare di risultati positivi nella gestione nel settore immobiliare e anche in considerazione dell'andamento non favorevole dei mercati finanziari, è proseguita l'attività di ricerca di nuove opportunità di investimento nel settore degli immobili.

Il bilancio tecnico e il piano di riallineamento

I risultati del bilancio tecnico al 31 dicembre 2008 confermano la congruità del sistema previdenziale del Fondo per assicurare il rispetto degli impegni nei confronti degli iscritti e dei pensionati. Nel corso del 2008 (come da decreto legislativo 252/05) si è inoltrato al ministero del Lavoro il piano di riallineamento redatto con la collaborazione dell'attuario, dal quale risulta che secondo le proiezioni elaborate in base agli elementi di valutazione assunti, il processo di riequilibrio condurrà a un completo riallineamento nell'arco di un quinquennio. Nel 2008, malgrado le problematiche del mercato finanziario globale, si continua a registrare un minore disavanzo in termini assoluti rispetto al previsto. In termini percentuali sul patrimonio si rileva invece uno scostamento minimo dalle linee previste. Non si richiedono pertanto aggiornamenti anticipati rispetto alla prima verifica prevista per la fine del quinquennio.

L'andamento delle iscrizioni

La situazione delle iscrizioni a fine esercizio conferma l'incremento del numero dei dirigenti attivi (+751 unità, contro i 1.227 dell'esercizio precedente). Il numero delle iscrizioni

in regime transitorio di contribuzione ridotta riservato ai Dpn (dirigenti di prima nomina) – istituto contrattuale introdotto per agevolare l'accesso alla dirigenza e l'attivazione delle coperture previdenziali – è rimasto sostanzialmente stabile attorno alle mille unità. Per i dirigenti in prosecuzione volontaria si registra una lieve flessione influenzata probabilmente dalla maturazione dei requisiti per il pensionamento.

■ Le prestazioni

Per quanto riguarda le prestazioni, per il 2008 si rileva un totale di esborsi per circa 144 milioni di euro, contro i 95 dell'esercizio precedente. Sono aumentate le prestazioni erogate, in particolare quelle sotto forma di capitale, più che raddoppiate, passando da 222 a 461 milioni, e dei riscatti, che da 1.004 dell'esercizio precedente sono stati 1.366 nel 2008, mentre è rimasto più contenuto l'incremento del numero delle prestazioni in rendita.

■ I trasferimenti

I trasferimenti in uscita da altri fondi pensione sono stati 347, per un totale di 8.131 mila euro, mentre i trasferimenti in entrata da altri fondi pensione sono stati 393, per complessive 13.064 mila euro.

■ Il controllo interno

Il progetto di analisi del sistema di controllo interno, attivato con l'obiettivo di adeguare volontariamente il Fondo alla delibera Covip del 18/3/2003 (linee guida in materia di organizzazione interna dei fondi pensione negoziali) è giunto alla conclusione della seconda fase. Infatti, dopo la predisposizione del manuale delle procedure e i suoi successivi aggiornamenti (come richiesto dalla normativa del decreto legislativo 252/05 per il conferimento del tfr), è stato completato il primo ciclo dell'attività di Internal Audit, con la verifica sistematica dell'adeguatezza e dell'effettiva applicazione del sistema di controllo interno in tutti i settori del Fondo, testando la validità e l'efficacia dei controlli presenti nelle procedure.

■ Controllo di gestione

Nell'ambito dell'attività di pianificazione strategica, sono state definite le aree e gli obiettivi sulla base della *vision* e della *mission* identificate e sono stati determinati i Kpi (Key performance indicator) per il monitoraggio delle performance dei servizi in cui è articolata la struttura del Fondo.

■ Erogazioni assistenziali

Nel corso del 2008 sono state assegnate 823 borse di studio a seguito dei bandi di concorso emanati per le scuole medie e gli studenti universitari. Inoltre, sono state disposte 59 erogazioni (49 lo scorso anno) in applicazione della disciplina regolamentare che consente interventi di sostegno alle famiglie di dirigenti in attività di servizio con il carico di figli disabili, per un totale di 350.000 euro (308.000 euro nel 2007).

Con la dovuta cautela non si trascura il fatto che i dati statistici indicano nell'investimento azionario di lungo periodo l'offerta dei migliori rendimenti. Pertanto è sempre opportuna la presenza di quote adeguate di tale strumento finanziario "aggressivo" accanto a una maggioritaria componente "difensiva", associata a una diversificazione che consente di affrontare al meglio l'alternarsi delle diverse fasi congiunturali.

La strada perseguita mira – anche mediante la modifica dei mandati in essere e riservandosi, se necessario, di ricorrere a nuovi gestori – a un'approfondita revisione e a un'adeguata ridefinizione dell'asset allocation. Ci si muove quindi dal criterio base della priorità della salvaguardia degli investimenti, in via immediatamente subordinata, a quello del conseguimento di un congruo valore aggiunto o redditività. Ribadita anche l'impostazione a "rendimento assoluto" dei mandati da realizzare con una concreta gestione dinamica degli strumenti utilizzati in sintonia con le diverse fasi di mercato e in funzione della visione o interpretazione delle fasi stesse da parte dei singoli mandatari. Questa attività verrà valutata in base alla razionalità dei movimenti del portafoglio e ai conseguenti risultati ottenuti.

Nel dettaglio, per gli investimenti mobiliari restano confermati gli obiettivi prioritari di assicurare alla gestione mobiliare un rendimento positivo (minimizzando il rischio di perdita e mantenendo una bassa volatilità) e di tendere a una quantificazione di tale risultato in un rendimento assoluto minimo del 4,5%.

Dati questi obiettivi, l'asset allocation delle gestioni mobiliari – che sulla base dei nuovi assetti programmati prevede per i gestori criteri di estrema flessibilità – per il 1° semestre 2009 si configura così:

	minimo	massimo
Azionario	zero	17%
Obbligazioni governative	50%	100%
Obbligazioni non governative	zero	16%
Liquidità	zero	50%

Alla luce degli obiettivi e delle strategie del Fondo e del permanere di previsioni ancora pessimistiche, nel 2009 i nuovi gestori hanno modificato l'allocation degli investimenti attuando un'ulteriore significativa riduzione della parte azionaria rispetto a fine 2008 (tabella 1). Nel secondo semestre, o comunque prima se il contesto lo rendesse opportuno, si valuterà l'opportunità di incrementare il massimo dell'azionario fino al 30% circa. Resta fermo il convincimento che l'impostazione di base degli investimenti del Fondo, con il ritorno alla normalità delle economie e dei mercati, consentirà la dovuta compensazione del rischio affrontato e dei risultati penalizzanti sostenuti nel 2008, con una prospettiva di incremento in termini reali, nel medio orizzonte temporale, delle posizioni individuali degli iscritti. ■