

Documento sulla politica di investimento (DPI)

Documento adottato in data 20 dicembre 2022

Ultimo aggiornamento in data 28 marzo 2023

Il presente Documento si compone delle seguenti sezioni:

- I. Analisi del collettivo e valutazione sull' *asset allocation* strategica
- II. Attuazione della politica d'investimento
- III. Modifiche apportate al DPI nell'ultimo triennio

Il Documento è redatto da FONDEMAIN secondo le indicazioni stabilite dalla Covip con la Delibera 16 marzo 2012, tenuto altresì conto della Deliberazione COVIP del 29 luglio 2020. Il Documento è a disposizione degli aderenti, dei beneficiari e dei loro rappresentanti nell'Area Pubblica del sito-web del Fondo.

Il presente Documento ha lo scopo di definire la strategia finanziaria che la forma pensionistica intende attuare per ottenere, dall'impiego delle risorse affidate, combinazioni rischio/rendimento efficienti nell'arco temporale coerente con i bisogni previdenziali degli aderenti. Il Documento è soggetto a costante aggiornamento.

Il Documento non costituisce parte integrante della documentazione contrattuale da consegnare all'aderente all'atto dell'adesione e durante il rapporto di partecipazione, tuttavia, fornisce le indicazioni di base che caratterizzano stabilmente ogni comparto di investimento, con riferimento alla ripartizione strategica delle attività in relazione alle caratteristiche dei singoli comparti, le categorie di strumenti finanziari utilizzati e lo stile di gestione adottato, nonché le scelte in materia di limitazione dei rischi.

DEFINIZIONI	1
<i>SEZIONE I</i>	3
<i>ANALISI DEL COLLETTIVO E VALUTAZIONE SULL'ASSET ALLOCATION STRATEGICA</i>	
PREMESSA	3
ANALISI DELLA POPOLAZIONE E DELLE SCELTE PREVIDENZIALI	3
CARATTERISTICHE DELLA POPOLAZIONE	3
COMPARTI DI INVESTIMENTO	6
ORIZZONTE TEMPORALE DEGLI ISCRITTI E OBIETTIVI DEL FONDO	9
VALUTAZIONE DELL'ASSET ALLOCATION STRATEGICA E IPOTESI DI REVISIONE	10
PREMESSA E METODO	10
UNIVERSO INVESTIBILE, RENDIMENTI STORICI, VOLATILITA' E CORRELAZIONI	10
ASSET ALLOCATION ATTUALE	12
ASSET ALLOCATION PROSPETTICA	13
SHORTFALL RISK	14
TASSI DI SOSTITUZIONE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE	17
CONSIDERAZIONI FINALI	19
<i>SEZIONE II</i>	20
<i>ATTUAZIONE DELLA POLITICA D'INVESTIMENTO</i>	
CRITERI DI ATTUAZIONE DELLA POLITICA DI INVESTIMENTO E STILE DI GESTIONE	20
LA GESTIONE INDIRETTA	20
LA COMPONENTE DEL RISCHIO	21
IL RISCHIO NELLA GESTIONE INDIRETTA	21
ULTERIORI ELEMENTI CARATTERIZZANTI LA GESTIONE	22
LIMITI E VINCOLI GESTIONALI PER LA GESTIONE INDIRETTA	22
CONTROPARTI DI NEGOZIAZIONE	27
CONFLITTI DI INTERESSE	27
INVESTIMENTI SOCIALMENTE RESPONSABILI	27
ESERCIZIO DEI DIRITTI DI VOTO	28
CARATTERISTICHE DEI MANDATI	28
DURATA DEI MANDATI DI GESTIONE	30
STRUTTURA COMMISSIONALE	30
<i>SEZIONE III</i>	31
<i>MODIFICHE APPORTATE AL DPI NELL'ULTIMO TRIENNIO</i>	
MODIFICHE APPORTATE	31

DEFINIZIONI

Accordi Istitutivi: sono gli accordi riepilogati all'Art. 1 comma 1 dello **Statuto del Fondo Pensione**;

Advisor: si intende un consulente esterno al **Fondo** e che ha supportato il Fondo nella stesura del presente DPI;

Anni mancanti al pensionamento: per ciascun Iscritto si intendono gli anni mancanti alla maturazione dei requisiti previsti dalla **Normativa** per accedere alle prestazioni pensionistiche;

Depositario: si intende il Depositario del **Fondo**;

Coefficiente di trasformazione: si intendono il valore che permette di trasformare il montante contributivo (contributi versati nel corso della carriera lavorativa) nella pensione annua;

Coorti: si intende un insieme di **Iscritti** omogeneo per classe di età;

COVIP: è la **Commissione** di Vigilanza sui Fondi Pensione.

ESG: si intendono i criteri *Enviromental, Social e Governance*;

FONDEMAIN: è il **Fondo Pensione** negoziale iscritto all'albo COVIP con il numero 142;

Fonti Istitutive: sono gli **Accordi Istitutivi** di **FONDEMAIN**;

Forward: sono strumenti finanziari derivati che permettono, in data futura lo scambio di flussi di cassa determinati in divisa diversa;

Funzione Finanza: si intende la funzione finanza del **Fondo**;

Future: sono strumenti finanziari derivati che permettono, in data futura lo scambio del sottostante;

Gestore: si intende la società con cui il **Fondo** ha sottoscritto un mandato di gestione delle risorse per uno o più **Comparti** all'interno del **DPI** viene individuato anche come SGR;

Interest rate / basis / currency swap: sono strumenti finanziari derivati che permettono lo scambio di flussi di cassa determinati sulla base del sottostante;

OICR: si intendono gli organismi di investimento collettivo del risparmio;

Opzioni: sono strumenti finanziari derivati che permettono all'acquirente di avere il diritto (ma non l'obbligo) di acquistare/vendere il sottostante ad un determinato prezzo entro una certa data;

Orizzonte temporale di investimento: si intende l'arco temporale sul quale vengono calcolate le misure di rendimento e rischio dell'investimento in ciascun comparto. Coincidono con durate modello di iscrizione dell'Aderente al **Fondo Pensione**

Parti Istitutive: sono i soggetti firmatari gli **Accordi Istitutivi** di **FONDEMAIN**;

Primo pilastro: per primo pilastro si intende la previdenza obbligatoria;

Ragioneria Generale dello Stato: dipartimento del Ministero dell'Economia e delle Finanze della Repubblica italiana che si occupa della predisposizione del bilancio di previsione e del rendiconto generale dello stato;

Secondo pilastro: per secondo pilastro si intende la previdenza complementare ottenuta per il tramite di **FONDEMAIN**;

SRI: si intendono i criteri di investimento *Sustainable e Responsible*;

Tasso di copertura del primo pilastro: si veda "tasso di sostituzione del primo pilastro";

Tasso di copertura del secondo pilastro: si veda "tasso di sostituzione del secondo pilastro";

Tasso di sostituzione: è il rapporto tra il reddito disponibile nel periodo di pensionamento e quanto percepito al termine della carriera lavorativa;

Tasso di sostituzione complessivo: è la somma tra il tasso di sostituzione del primo pilastro ed il tasso di sostituzione del secondo pilastro;

Tasso di sostituzione del primo pilastro: è il rapporto tra il reddito disponibile nel periodo di pensionamento (fornito dal **primo pilastro**) e quanto percepito al termine della carriera lavorativa. Nel **DPI** viene individuato anche come "*tasso di copertura del primo pilastro*";

Tasso di sostituzione del secondo pilastro: è il rapporto tra il reddito disponibile nel periodo di pensionamento (fornito dal **secondo pilastro**) e quanto percepito al termine della carriera lavorativa. Nel **DPI** viene individuato anche come "*tasso di copertura del secondo pilastro*";

TFR: si intende il trattamento di fine rapporto così come disciplinato dall'Art. 2120 del codice civile.

SEZIONE I

ANALISI DEL COLLETTIVO E

VALUTAZIONE SULL'ASSET ALLOCATION STRATEGICA

PREMESSA

Il presente Documento (di seguito anche "DPI") ha lo scopo di esplicitare l'obiettivo previdenziale e la strategia finanziaria che FONDEMAIN intende attuare per ottenere, dall'impiego delle risorse affidate, combinazioni rischio/rendimento efficienti nell'arco temporale coerente con i bisogni previdenziali degli aderenti.

Per il raggiungimento dell'obiettivo previdenziale, il Fondo ha definito la struttura finanziaria che ritiene utile porre in essere per ciascun comparto e le combinazioni rischio-rendimento degli stessi.

Nella revisione del DPI si è lavorato con un approccio incrementale, considerando che le modifiche dell'asset allocation non possono che essere gradualistiche perché l'obiettivo di migliorare il rendimento atteso deve tenere conto del fatto che il livello di rischio di ciascun comparto, accettato dagli aderenti negli anni di permanenza nel Fondo, costituisce un valore che può essere modificato solo gradualmente.

L'analisi della popolazione e dell'evoluzione nel tempo dei flussi ha avuto lo scopo di verificare che le ipotesi di permanenza nel Fondo degli aderenti, necessarie per stimare i tassi di sostituzione forniti dalla previdenza complementare, siano confermate.

Il Fondo ha identificato il proprio obiettivo in un livello di prestazione tale da consentire il raggiungimento di un adeguato tenore di vita al pensionamento, tenuto conto della copertura attesa da parte del primo pilastro.

L'obiettivo è stato perciò definito in un tasso di sostituzione fornito dal secondo pilastro, per gli aderenti con una prospettiva di adesione al Fondo di almeno 20 anni, almeno pari, sia per gli aderenti del settore pubblico sia per gli aderenti del settore privato, al 15% dell'ultima retribuzione.

Il DPI è predisposto tenendo conto delle asset allocation deliberate dal Consiglio di amministrazione del Fondo, caratterizzanti i mandati di gestione in vigore per il comparto Garantito dal 1° gennaio 2023 e per i comparti Prudente e Dinamico dal 1° febbraio 2023.

ANALISI DELLA POPOLAZIONE E DELLE SCELTE PREVIDENZIALI

CARATTERISTICHE DELLA POPOLAZIONE

FONDEMAIN è un fondo pensione territoriale e intercategoriale a cui possono aderire le seguenti categorie di soggetti (nel presente documento individuati anche come "**Destinatari**"¹ o "**Aderenti**" o "**Iscritti**"):

- i lavoratori dipendenti che svolgono attività nel territorio della Regione autonoma Valle d'Aosta, dipendenti da datori di lavoro rappresentati dalle Associazioni datoriali sottoscrittrici degli Accordi di cui all'Art. 1 dello **Statuto** (di seguito anche "**Statuto**"), o che abbiano successivamente sottoscritto accordi integrativi degli stessi, le cui tipologie di rapporto di lavoro comprese nell'area dei destinatari sono definite dai singoli contratti e accordi di settore nazionali, territoriali o aziendali;
- i lavoratori dipendenti della Regione autonoma Valle d'Aosta e degli enti non economici per i quali leggi regionali abbiano stabilito l'applicazione di trattamenti economici rientranti nell'indennità di cessazione del rapporto di impiego poi confluiti nel Fondo Pensione Cessazione Servizio (di seguito anche "**FCS**");
- i lavoratori autonomi che svolgono attività nel territorio della Regione autonoma Valle d'Aosta rappresentati dai soggetti sottoscrittori degli accordi di cui all'articolo 1 dello Statuto o che abbiano successivamente sottoscritto accordi integrativi degli stessi. In particolare: gli albergatori, gli allevatori, gli artigiani, i coltivatori diretti, i commercianti, gli imprenditori, i liberi professionisti (ai sensi del presente **DPI** anche "**Autonomi**");
- i lavoratori parasubordinati, intesi come prestatori di collaborazioni coordinate e continuative rese ai sensi del D.Lgs. 81/2015 o comunque rientranti nell'ambito di applicazione dell'articolo 409 del codice di procedura civile, che svolgono attività nel territorio della Regione autonoma Valle d'Aosta;

¹ L'elenco aggiornato dei **Destinatari** è disponibile, oltre che nello **Statuto**, anche nell'Allegato alle "Informazioni chiave per l'aderente", disponibili all'indirizzo web: www.FONDEMAIN.it.

- i soggetti fiscalmente a carico dei destinatari di cui alle lett. a) e b) dell'Art. 5 comma 1 dello **Statuto del Fondo** che abbiano richiesto l'attivazione di una posizione previdenziale (ai sensi del presente **DPI** anche "**Aderenti fiscalmente a carico**").

L'adesione al **Fondo** è inoltre estesa ai lavoratori che svolgano la loro attività nel territorio della Valle d'Aosta dipendenti dalle Associazioni datoriali e dalle Organizzazioni sindacali sottoscrittrici dell'accordo istitutivo, previa stipula della fonte istitutiva che li riguarda, rientranti nell'ambito di applicazione della legge regionale 26 giugno 1997, n. 22 e successive modificazioni e integrazioni, della legge regionale 4 dicembre 2006, n. 27. In attuazione delle previsioni dell'articolo 1, comma 171, secondo periodo, dalla Legge 27 dicembre 2017, n. 205 (c.d. Legge di Bilancio 2018), il **Fondo** costituisce altresì strumento di attuazione dell'adesione tramite versamento dei contributi aggiuntivi previsti dalla contrattazione collettiva o specifiche disposizioni normative.

L'analisi delle caratteristiche della popolazione di riferimento e dei relativi bisogni previdenziali è stata svolta prendendo a riferimento i dati al 31.12.2021.

Al 31.12.2021 gli iscritti al Fondo erano 7.250, dei quali 3.234 maschi e 4.016 femmine.

Due terzi degli aderenti afferiscono al settore pubblico. L'età media degli iscritti dipendenti pubblici è superiore di 4 anni a quella dei dipendenti del settore privato.

Il peso percentuale delle femmine all'interno del Fondo è pari al 55,4%, superiore a quello nel sistema dei fondi negoziali (26,6%).

La popolazione di iscritti a FONDEMAIN ha un'età media di 50,75 anni, superiore a quella media dei fondi negoziali (46,8) di circa 4 anni e ciò vale sia per i maschi (50,3 anni vs 46,6) sia per le femmine (51,1 vs 47,3).

Nel Fondo pesano maggiormente le fasce di età superiori a 50 anni (63,1% contro il 45,3% dei fondi negoziali). In particolare fra le femmine il 42,1% degli aderenti ha un'età superiore a 55 anni, contro il 28,4% dei fondi negoziali.

Va però notato che l'età media degli aderenti ai fondi negoziali è abbassata dal contributo degli aderenti contrattuali, mediamente più giovani ma con contribuzione molto contenuta (140 euro medi nel corso del 2021²).

Le aziende associate a FONDEMAIN sono 480, delle quali 381 private e 99 pubbliche, con, rispettivamente, 2.511 e 4.739 iscritti.

Nome azienda	Numero dipendenti	Settore
R.A.V.A. - DIPARTIMENTO DEL PERSONALE	2043	Pubblico
AZIENDA U.S.L. VALLE D'AOSTA	1011	Pubblico
R.A.V.A. SOVRINTENDENZA AGLI STUDI	490	Pubblico
COGNE ACCIAI SPECIALI S.P.A.	254	Privato
COMUNE AOSTA	152	Pubblico
C.V.A. S.P.A. - COMPAGNIA VALDOSTANA DELLE ACQUE	103	Privato
R.A.V.A. ASSESSORATO AGRICOLTURA E RISORSE NATURALI	102	Pubblico

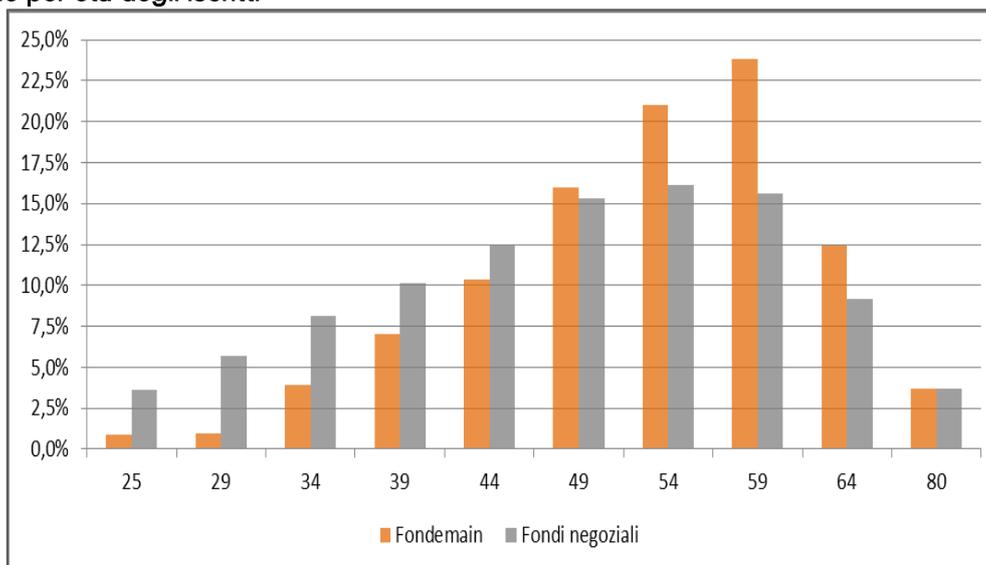
Ci sono 7 datori di lavoro con più di 100 aderenti e, di questi, 5 sono pubblici e 2 privati. A questi datori di lavoro fanno capo 4.155 aderenti, pari al 57,3% del totale.

355 datori di lavoro hanno meno di 5 iscritti e 229 ne hanno uno solo.

	Fondemain			Fondi negoziali	
	Numero	Peso	Età media	Peso	Età media
Maschi	3.234	44,6%	50,35	73,4%	46,6
Femmine	4.016	55,4%	51,07	26,6%	47,3
Totale	7.250	100,0%	50,75	100%	46,8
Pubblico	4.841	66,8%	52,14		
Privato	2.409	33,2%	47,95		
Totale	7.250	100,0%	50,75		

² Covip, Relazione per l'anno 2021, pag. 137

Distribuzione per età degli iscritti



Il valore medio delle posizioni presso il Fondo è pari a 31.550 euro. La posizione mediana è di 27.913 euro. La posizione media presso il Fondo è diversa fra dipendenti del settore privato e i dipendenti del settore pubblico, a loro volta con o senza posizione di TFR virtuale.

	Garantito	Prudente	Dinamico	Totale	Garantito virtuale	Prudente virtuale	Dinamico Virtuale	Totale
PRIVATI								
Totale	9.446.276	59.814.822	9.154.016	78.415.114	5.323	34.955	16.731	78.472.123
Media	24.159	37.014	23.839	33.927	5.323	11.652	8.365	32.820
Numero	391	1.616	384	2.391	1	3	2	2.397
PUBBLICI CON POSIZIONE VIRTUALE								
Totale	3.525.773	24.841.560	5.613.206	33.980.540	6.909.662	40.419.985	7.051.930	88.362.117
Media	7.599	11.125	10.611	10.674	14.892	18.101	13.331	27.391
Numero	464	2.233	529	3.226				3.226
PUBBLICI SENZA POSIZIONE VIRTUALE								
Totale	10.786.994	47.296.837	3.822.267	61.906.098	-	-	-	61.906.098
Media	34.797	40.390	31.852	38.888	-	-	-	38.332
Numero	310	1.171	120	1.601				1.601

La differenza fra il totale delle posizioni che risulta dalla tabella (7.218) e il totale degli aderenti al Fondo è dovuta alle posizioni con saldo zero che non sono state considerate.

Sussistono 6 posizioni di dipendenti del settore privato che risultano titolari di TFR virtuale, in forza di un precedente rapporto di lavoro afferente al settore pubblico.

Va anche notato che circa il 56% delle posizioni individuali ha un valore superiore a 25 mila euro.

FONDEMAIN ha poche posizioni individuali di importo contenuto: 219 inferiori a 1.000 euro, di cui solo 32 a zero.

Le scelte contributive sono molto diverse a seconda del settore di appartenenza e sono stati analizzati separatamente il settore privato e il settore pubblico.³

Fra gli aderenti del settore privato il 72,1% conferisce il 100% del TFR e il 50,7% contribuisce con più del 1% della retribuzione.

³ Nelle tavole seguenti i valori comprendono il limite superiore di ciascun intervallo.

Fra gli aderenti del settore pubblico solo il 36,5% conferisce il 100% del TFR e solo il 15,9% contribuisce con più del 1% della retribuzione.

		Settore privato			Totale
		% TFR			
		<30%	30%- 50%	100%	
Percentuale lavoratore	0% - 1%	437	72	678	1.187
	1% - 1,5%	2	76	445	523
	1,5% - 2%	24	37	391	452
	2% - 3%	2	9	111	122
	>3%	-	13	112	125
	Totale	465	207	1.737	2.409

		Settore pubblico			Totale
		% TFR			
		<30%	30%- 50%	100%	
Percentuale lavoratore	0% - 1%	2.802	2	1.269	4.073
	1% - 1,5%	9		34	43
	1,5% - 2%	128		229	357
	2% - 3%	95		124	219
	>3%	37		112	149
	Totale	3.071	2	1.768	4.841

I COMPARTI DI INVESTIMENTO

L'offerta previdenziale di FONDEMAIN è costituita da tre comparti:

- Garantito;
- Prudente;
- Dinamico.

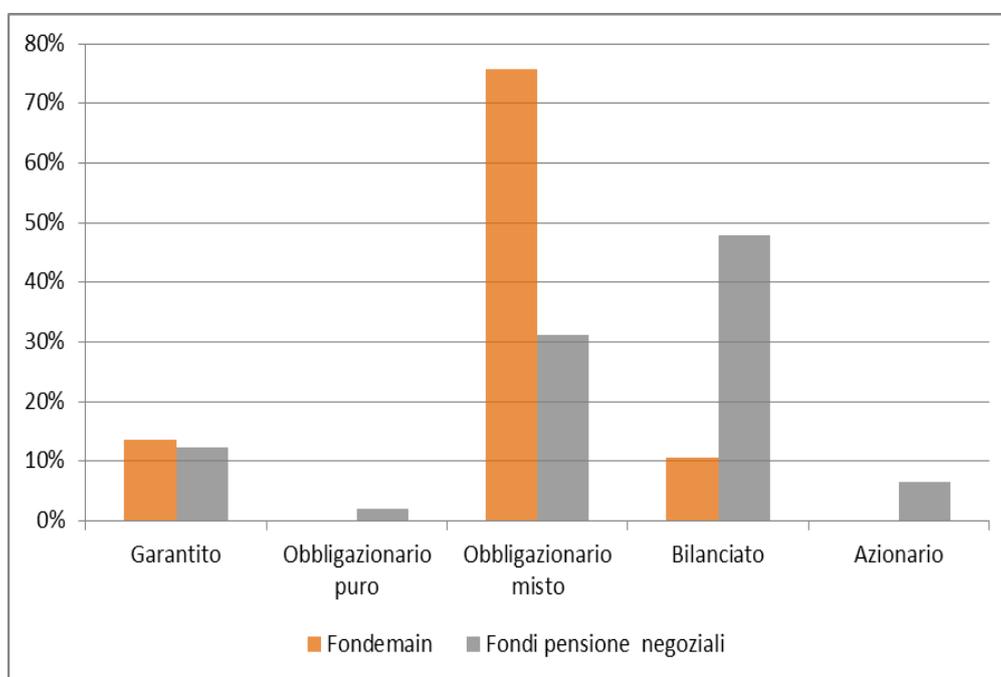
Al 31 dicembre 2021 i comparti avevano i seguenti patrimonio e numero di iscritti:

- Garantito: 23,759 mln di euro, 1.165 iscritti;
- Prudente: 131,953 mln di euro, 5.020 iscritti;
- Dinamico: 18,589 mln di euro, 1.033 iscritti.

Nel confronto con i fondi negoziali, in FONDEMAIN il peso del comparto Garantito è leggermente superiore (13,6% contro 12,4%).

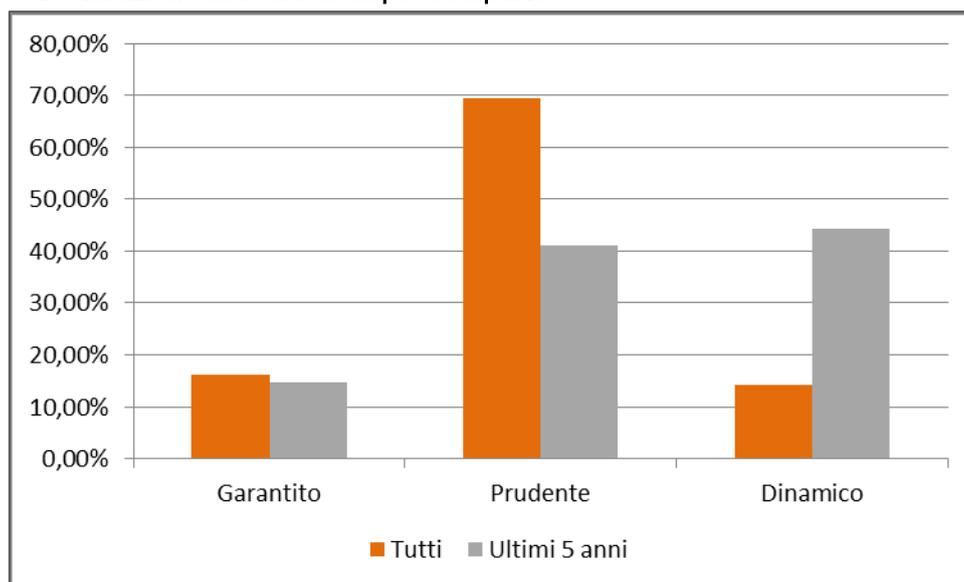
Comparto	Iscritti		Patrimonio	
	Fondemain	Fondi negoziali	Fondemain	Fondi negoziali
Garantito	16,14%		13,63%	12,4%
Obbligazionario puro	-		-	2,1%
Obbligazionario misto	69,55%		75,70%	31,2%
Bilanciato	14,31%		10,67%	47,8%
Azionario	-		-	6,5%
Totale	100,00%		100,0%	100,0%

La distribuzione del patrimonio al 31 dicembre 2021 riflette un'allocazione più prudente dei fondi negoziali, con una prevalenza del comparto Prudente (categoria Obbligazionario misto) e un comparto Dinamico che si colloca all'interno della categoria dei Bilanciati.



Negli ultimi anni si riscontra un cambiamento delle preferenze dei nuovi aderenti, con uno spostamento di adesioni verso il comparto Dinamico, dovuto principalmente all'età più giovane dei nuovi iscritti. Dei 1.013 nuovi iscritti degli ultimi 5 anni, il 44,2% ha scelto il comparto Dinamico.

Distribuzione delle adesioni per comparto



La relazione tra età media degli aderenti e rischiosità dei comparti segue in FONDEMAIN un profilo coerente con l'ipotesi di "life cycle" ma si manifesta in modo evidente solo per il comparto Dinamico, dove l'età media è pari a 43,8 anni, circa 8 anni più bassa di quella degli altri comparti.

Questo dato è confermato valutando le sole adesioni degli ultimi 5 anni, anche se la differenza è meno pronunciata e l'età media del Garantito è inferiore a quella del Prudente. La minore età media del comparto con maggiore peso di azioni è in linea con la media dei fondi negoziali⁴.

Comparto	Età media iscritti	
	Tutti	Ultimi 5 anni
Garantito	52,29	44,11
Prudente	51,90	46,33
Dinamico	43,83	40,00

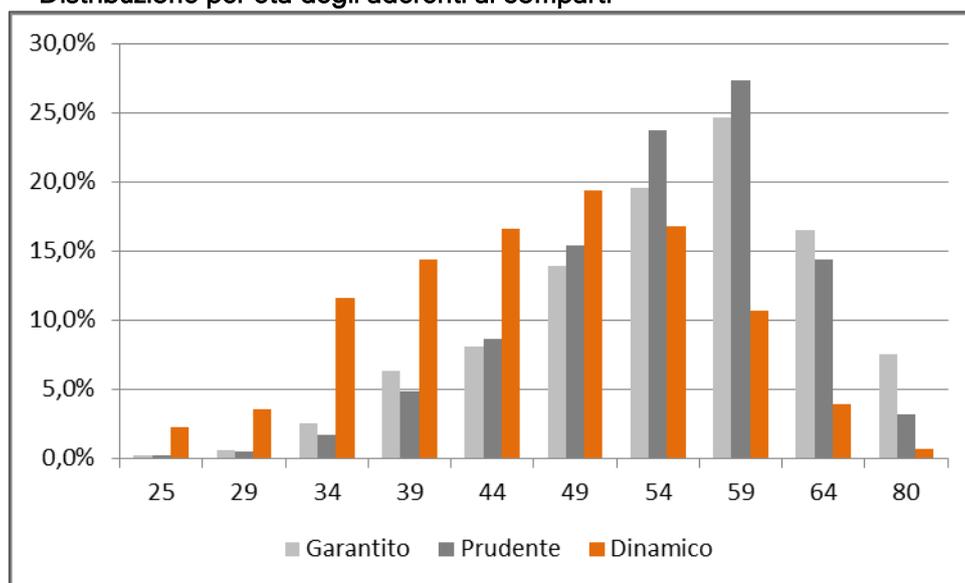
La distribuzione per fasce di età consente di cogliere meglio la diversità di orizzonte temporale, in termini di età e perciò di anni mancanti al pensionamento, fra gli aderenti al comparto Dinamico e gli aderenti agli altri due comparti.

Il peso di aderenti con età inferiore o uguale a 49 anni è pari rispettivamente al 31,8% e 31,4% per i comparti Garantito e Prudente, ma è più che doppia (68%) per il comparto Dinamico.

In particolare, l'età media dei 702 iscritti investiti nel comparto Dinamico con età inferiore a 49 anni è di 38,8 anni, il che indica una permanenza media attesa nella previdenza complementare di circa 30 anni.

⁴ COVIP, Relazione per l'anno 2021, pag. 84

Distribuzione per età degli aderenti ai comparti



ORIZZONTE TEMPORALE E OBIETTIVI DEL FONDO

Prima di introdurre in termini puntuali la struttura dei **Comparti** è bene ricordare alcuni aspetti generali, primo fra tutti il fatto che ciascun **Iscritto** ha aspettative pensionistiche, atteggiamenti finanziari, capacità di risparmio, ecc., originali e si differenzia in ciò da ogni altro **Iscritto**. Idealmente sarebbe apprezzabile quella forma di previdenza complementare che fosse capace di realizzare un percorso di investimento adattato perfettamente alle caratteristiche del singolo. Si tratta però di una visione che deve essere temperata con logiche di efficienza operativa; in tal senso la soluzione a cui il **Fondo** propende (suddivisione per **Comparti**) punta a soddisfare le esigenze del singolo senza rendere oltremodo complessa, e dunque costosa, la gestione.

L'obiettivo di investimento di un Fondo pensione negoziale è fornire all'aderente, al momento del pensionamento, un capitale tale che, trasformato in rendita, integri la pensione pubblica (assicurazione generale obbligatoria o AGO) in modo adeguato.

La misura di adeguatezza è derivata, in modo approssimativo, considerando che la previdenza complementare dovrebbe coprire la differenza che, nel lungo periodo, si creerà fra il tasso di sostituzione finale assicurato dalla AGO all'epoca di avvio dei fondi pensione negoziali (circa 80% dell'ultima retribuzione) e quello di regime del sistema contributivo (compreso fra il 60 e il 72% circa). L'obiettivo è perciò avvicinarsi il più possibile al 20%.

Il tasso di sostituzione varia significativamente a seconda dell'età di pensionamento. Come nota il rapporto n. 22 del MEF – Ragioneria Generale dello Stato "Tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario del 2021", nel caso di adesione a "quota 100" e pensionamento con 38 anni di contributi «un lavoratore dipendente del settore privato, che nel 2010 avrebbe ottenuto una pensione pari al 73,6% dell'ultima retribuzione, nel 2070 vedrà ridotta tale percentuale al 60,8%, a parità di requisiti contributivi» (pag. 196). Al contrario "nel caso di accesso al pensionamento di vecchiaia con i requisiti minimi di età e anzianità contributiva parametrata all'età, il tasso di sostituzione lordo risulta, alla fine del periodo di previsione, sensibilmente superiore a quello del 2010, attestandosi al 72,6%, contro il 68,4%." (pag. 198).

Come si potrà vedere più oltre, nonostante l'aumento dei rendimenti di mercato, tassi di sostituzione del 20% si possono attendere solo su orizzonti di 20 o più anni, assumendo contribuzione costante nel tempo, rendimenti obbligazionari positivi in termini reali e coefficienti di conversione in rendita elevati come quelli attualmente (alla data di approvazione del presente documento) offerti da FONDEMAIN.

Su orizzonti più brevi (5 e 10 anni), il basso livello dei rendimenti delle obbligazioni – componente prevalente nel patrimonio del Fondo – e la dimensione contenuta delle posizioni fino ad ora accumulate dagli iscritti, producono tassi di sostituzione molto più bassi. Va però osservato che più è vicina l'età del pensionamento più è probabile che il tasso di sostituzione offerto dalla AGO sia compreso fra il 70 e l'80%.

Nella definizione dell'orizzonte d'investimento di un fondo pensione negoziale occorre ricordare che le passività del fondo non sono individuabili con precisione (attuariale) come quelle di un ente previdenziale di primo pilastro.

Infatti:

- essendo a «contribuzione definita» il fondo ha passività costituite dal patrimonio tempo per tempo disponibile anziché dall'accumularsi di un debito previdenziale contrattuale;
- pur essendo «chiuso» dal punto della possibilità di adesione, il fondo negoziale è sostanzialmente «aperto» a causa delle numerose possibilità di riscatto, anticipazione e trasferimento ad altre forme previdenziali;
- l'aderente è libero di scegliere il comparto indipendentemente dall'età e dalle sue esigenze di accumulazione previdenziale.

Per queste ragioni il tema viene affrontato utilizzando due orizzonti temporali standard definiti dalla normativa e cioè:

- gli orizzonti temporali indicati in Nota Informativa per ciascun comparto (5 per il comparto Garantito, 10 per il comparto Prudente, 15 per il comparto Dinamico) sui quali calcolare le misure di "shortfall risk" rispetto a obiettivi di rendimento standard (tipicamente 0%, inflazione e TFR), come previsto dal c. 4 dell'art. 3 della Delibera Covip del 16 marzo 2012;
- Gli orizzonti temporali indicati da EIOPA per le analisi di stress test, cioè 5, 20 e 35 anni di distanza dalla pensione⁵.

E' anche possibile definire l'orizzonte temporale del Fondo e di ciascun comparto come il numero di anni di permanenza media nella forma previdenziale, ottenuto come differenza fra l'età media e l'anno presumibile di pensionamento, al netto delle uscite per tutte le cause previste dalla legge.

Come abbiamo visto, nel caso di FONDEMAIN l'età media degli iscritti ai comparti a fine 2021 era 52,29 per il Garantito, 51,90 per il Prudente e 43,83 per il Dinamico. Perciò, assumendo un'età di pensionamento di 67 anni per gli aderenti ai comparti Garantito e Prudente e di 70 anni per gli aderenti al comparto Dinamico gli anni di permanenza media nei comparti sarebbero circa 15 per i comparti Garantito e Prudente e oltre 25 per gli aderenti al comparto Dinamico.

VALUTAZIONE DELL'ASSET ALLOCATION STRATEGICA E IPOTESI DI REVISIONE

PREMESSA E METODO

Il mutamento degli scenari finanziari intercorso dal 18 dicembre 2019 (data di approvazione del previgente **DPI**) ad oggi impone, affinché si aumenti la probabilità di raggiungere gli obiettivi finanziari illustrati nelle Tabella 5, 6 e 7, e sintetizzati per **Comparto** nella Tabella 8, un aggiornamento dell'attuale (alla data di approvazione del presente documento) *Asset Allocation* Strategica (di seguito anche "**AAS**"). Il modello che si andrà ad adottare dovrà mantenere caratteristiche di adeguatezza per quanto attiene alle combinazioni rischio-rendimento e dovrà essere coerente con i diversi orizzonti temporali che caratterizzano ciascun **Comparto** fornendo, in ultima analisi, una allocazione con un'attesa di rendimento appropriata in presenza di un'assunzione di rischi ritenuta accettabile.

Data questa premessa, l'**AAS** è stata determinata analizzando le caratteristiche delle *asset class* che, in base allo **Statuto** e al **Decreto**, possono rientrare nell'universo investibile del Fondo; con ciò è stato possibile evidenziare i profili di rischio/rendimento di ciascuna di esse. Al fine di poter contare su un solido quadro di insieme che possa permettere la valutazione delle **AAS** di lungo periodo, si è proceduto a strutturare una prima analisi sui dati storici delle *asset class* considerate. Successivamente, una volta verificati gli andamenti e i *trend* delle *asset class* negli scorsi anni, si è proceduto a raccogliere, per il tramite di una consolidata *survey* tra i principali gestori nazionali e internazionali, le aspettative degli operatori di mercato così da stimare i rendimenti attesi per i prossimi anni. In questo modo si è sviluppata l'**AAS** che andrà a caratterizzare i **Comparti** del **Fondo** per il periodo 2023 - 2025.

⁵ IORP Stress Test 2015 specifications - 11 maggio 2015: "IORPs are asked to provide data for three representative plan members which - at the reference date - are respectively (1) 35 years before the expected retirement date, (2) 20 years before the expected retirement date, and (3) 5 years before the expected retirement date".

UNIVERSO INVESTIBILE, RENDIMENTI STORICI, VOLATILITA' E CORRELAZIONI

I rendimenti storici delle più comuni asset class liquide sono diversi se si considera un periodo di circa 22 anni (dall'entrata in vigore dell'euro) o se ci si limita agli ultimi 5 anni.

In particolare:

- nel periodo più lungo, rendimenti di azioni e obbligazioni sono molto simili e, in alcuni casi (corporate HY e debito paesi emergenti) superiori per le obbligazioni, con l'eccezione di azioni dei paesi emergenti e small cap;
- negli ultimi 5 anni l'impatto delle politiche di «quantitative easing» ha prodotto una forte diminuzione dei rendimenti obbligazionari portandoli, nei segmenti "Investment grade" su livelli negativi, mentre i premi per il rischio delle azioni sono tornati su livelli coerenti con le medie storiche secolari. Il rialzo dei rendimenti a scadenza dell'ultimo anno si è riflesso in una ulteriore riduzione delle performance mensili degli indici obbligazionari.

Asset Class	Periodo di rilevazione		Periodo di rilevazione		Var. Rendimento	Var. Volatilità
	31/12/1998	31/10/2022	31/10/2017	31/10/2022		
	Rendimento storico	Dev standard	Rendimento storico	Dev standard		
Liquidità G Bills Euro	1,48%	0,55%	-0,53%	0,17%	-2,01%	-0,38%
ICE BofA Merrill Lynch 1-3 Year Euro Government Index	2,10%	1,48%	-0,99%	1,40%	-3,09%	-0,09%
The BofA Merrill Lynch 1-5 Year Euro Government Index	2,41%	2,05%	-1,21%	2,22%	-3,61%	0,17%
Titoli di Stato Euro All Mat	3,30%	4,55%	-1,78%	6,30%	-5,07%	1,75%
The BofA Merrill Lynch All Maturity Italy Government Index	3,57%	5,19%	-0,65%	6,84%	-4,23%	1,65%
The BofA Merrill Lynch Inflation-Linked Euro Government Index	4,10%	5,70%	1,53%	7,57%	-2,57%	1,87%
ICE BofAML Euro Corporate Index	3,19%	4,15%	-1,85%	6,25%	-5,04%	2,10%
Bloomberg Barclays Euro Aggregate Total Return	3,18%	4,04%	-1,99%	5,86%	-5,17%	1,82%
The BofA Merrill Lynch Euro High Yield Index	5,16%	11,38%	-0,06%	9,28%	-5,22%	-2,10%
The BofA Merrill Lynch BB-B Global High Yield European Issuers Constrained Index Euro Hedged	5,56%	9,98%	-1,07%	9,02%	-6,63%	-0,96%
SP European Leveraged Loans Total Return Index	3,61%	6,75%	1,94%	8,64%	-1,66%	1,89%
Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index Value Hedged EUR	2,98%	3,28%	-1,77%	4,52%	-4,76%	1,24%
Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return Index Value Hedged EUR	6,04%	9,49%	-1,36%	9,87%	-7,40%	0,38%
Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return Index Value Unhedged EUR	7,72%	10,28%	3,13%	9,12%	-4,59%	-1,17%
ICE BofAML Emerging Markets External Sovereign Index_euro hedged	5,94%	8,67%	-3,04%	10,38%	-8,98%	1,71%
ICE BofAML Emerging Markets External Sovereign Index	7,51%	9,39%	0,11%	8,55%	-7,39%	-0,84%
ICE BofAML Emerging Markets Sovereign Bond Index	4,46%	7,02%	3,41%	5,22%	-1,05%	-1,79%
The Merrill Lynch Global 300 Convertible Index_Euro Hedged	5,51%	9,37%	4,52%	11,34%	-0,99%	1,97%
Azioni Euro	4,86%	17,63%	2,98%	17,25%	-1,88%	-0,38%
Azioni Europa	5,20%	15,20%	4,51%	15,11%	-0,68%	-0,09%
Azioni mondiali	6,96%	14,46%	10,78%	15,07%	3,82%	0,61%
Azioni mondiali Euro Hedged_TR	5,49%	14,34%	6,79%	16,09%	1,30%	1,75%
Azioni globali small cap	10,07%	17,11%	7,57%	19,36%	-2,51%	2,25%
Azioni Mercati Emergenti	9,42%	19,48%	1,20%	14,54%	-8,22%	-4,94%
Commodities	5,40%	16,37%	13,01%	19,28%	7,62%	2,91%

Per quanto riguarda la volatilità, negli ultimi 5 anni si riscontra una riduzione generalizzata (con la sola eccezione dei titoli di Stato italiani e dell'obbligazionario corporate investment grade dell'area euro), soprattutto nelle asset class più rischiose. Per questo motivo, nel seguito dell'analisi per le stime di rischio dei portafogli verranno utilizzate prudenzialmente sempre le misure di volatilità di lungo periodo.

L'analisi delle correlazioni mette in evidenza che tutti gli indici rappresentativi di titoli di Stato, euro o globali, presentano valori di correlazione con i mercati azionari molto bassi o negativi, il che conferma l'importanza di questa asset class come primo diversificatore di rischio all'interno di un portafoglio bilanciato.

Il confronto fra le correlazioni calcolate sull'intero campione e gli ultimi cinque anni produce un risultato diverso rispetto al confronto fra le volatilità. Infatti nel periodo più recente, anche considerando gli eventi del primo semestre 2022 come del tutto eccezionali, si riscontra un aumento generalizzato delle correlazioni fra azioni e obbligazioni che ne riduce la capacità di diversificazione.

Come base per le analisi sono stati utilizzati, come già nel 2019, i rendimenti attesi ottenuti da un sondaggio che l'Advisor organizza fra i gestori finanziari più vicini al mondo istituzionale.

Nel sondaggio vengono raccolte previsioni puntuali (ma anonime) di rendimento composto annuo su diversi orizzonti temporali (1, 3, 5 e 10 anni).

Al sondaggio del 30 settembre 2022 hanno partecipato 50 società di gestione, delle quali 41 estere, fornendo 2.461 previsioni puntuali.

La tavola seguente presenta i risultati del sondaggio per le più comuni asset class liquide. Per ciascun valore è indicato il numero di gestori che hanno fornito previsioni, in modo da evidenziare quelle più significative.

Tutte le previsioni sono riferite a rendimenti composti annui, comprensivi di cedole e variazioni di prezzo, di indici di mercato.

I rendimenti attesi su tutte le asset class obbligazionarie sono più alti che nei sondaggi passati grazie all'aumento dei rendimenti a scadenza delle obbligazioni e dei titoli di Stato nel corso dell'anno.

Rendimenti storici e attesi

Ticker	Asset Class	Periodo di rilevazione		Rendimento medio stimato su un orizzonte di anni						YTM al	
		31/12/1998	31/10/2022	3		5		10		30-set	30-nov
		Rendimento storico	Dev standard	#	#	#	#	#	#		
EGB0	Liquidità euro	1,48%	0,55%	2,00%	17	1,50%	16	1,40%	21	1,18%	1,72%
EG01	Titoli di Stato euro IG 1-3 anni	2,10%	1,48%							2,15%	2,32%
EG0V	Titoli di Stato euro IG 1-5 anni	2,41%	2,05%	2,50%	13	2,29%	9	2,15%	12	2,27%	2,35%
EG00	Titoli di Stato euro IG	3,30%	4,55%	3,00%	18	2,55%	19	2,55%	22	2,68%	2,55%
GJI0	Titoli di Stato Italia	3,57%	5,19%	3,82%	16	3,62%	13	3,75%	14	3,53%	3,25%
EG0I	Titoli di Stato euro Inflation Linked	4,10%	5,70%	3,00%	9	2,20%	8	2,88%	10	0,54%	0,01%
ER00	Obbligazioni corporate IG euro	3,19%	4,15%	3,95%	22	3,45%	22	3,21%	25	4,08%	3,79%
LBEATREU	Obbligazioni Euro Aggregate	3,18%	4,04%								
HE00	Obbligazioni corporate HY euro	5,16%	11,38%	5,61%	21	5,12%	21	4,95%	21	8,14%	7,23%
HQC4	Obbligazioni corporate HY rating minimo BB-B euro	5,56%	9,98%								
SPBDEL	Leveraged Loans - Europa	3,61%	6,75%								
LEGATREH	Titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate IG euro hedged	2,98%	3,28%	4,00%	10	2,68%	11	3,08%	14		
LG30TREH	Titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate HY euro hedged	6,04%	9,49%	6,50%	8	5,30%	9	5,10%	11		
LG30TREU	Titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate HY euro unhedged	7,72%	10,28%								
EMGB	Titoli di Stato Mercati Emergenti HC euro hedged	5,94%	8,67%	5,80%	14	6,38%	16	6,15%	19		
EMGB	Titoli di Stato Mercati Emergenti HC	7,51%	9,39%								
WSBV	Titoli di Stato Mercati Emergenti LC (dal 31.12.2005)	4,46%	7,02%								
VG00	Obbligazioni convertibili globali euro hedged	5,51%	9,37%								
NDDLEMU	Azioni Euro	4,86%	17,63%	7,00%	18	7,59%	20	6,90%	21		
MDDUE15	Azioni Europa	5,20%	15,20%	6,39%	19	7,00%	19	6,87%	20		
NDDUWI	Azioni mondiali	6,96%	14,46%								
MXWOEUR	Azioni mondiali euro hedged	5,49%	14,34%	6,09%	19	6,88%	21	6,30%	23		
NCUDWI	Azioni globali small cap	10,07%	17,11%	7,13%	8	7,96%	9	7,82%	12		
NDUEEGF	Azioni Mercati Emergenti	9,42%	19,48%	8,98%	15	9,00%	19	8,60%	23		
CRY	Materie prime	5,40%	16,37%	5,21%	12	3,85%	12	4,13%	15		
	Inflazione attesa area euro (Sondaggio EIC)			2,95%	16	2,25%	17	2,17%	17		
	Inflazione attesa area euro (tassi swap - EUSWI 3, 5, 10 ANNI)	30/09/2022		3,02%		2,60%		2,36%			
	Inflazione attesa area euro (tassi swap - EUSWI 3, 5, 10 ANNI)	30/11/2022		3,09%		2,73%		2,54%			

ASSET ALLOCATION STRATEGICA ATTUALE

Nelle tabelle seguenti l'asset allocation dei comparti Prudente e Dinamico è quella indicata dai benchmark dei mandati di gestione, attuali (alla data di approvazione del presente documento) e in vigore dal 1° febbraio 2023.

Per il comparto Garantito, gestito con una logica "total return" e perciò privo di benchmark, è stata utilizzata l'asset allocation modellata sulle caratteristiche dell'universo investibile definite dal Consiglio di amministrazione del Fondo, finalizzata a fornire una misura indicativa di rischio e di rendimento atteso del mandato.

L'asset allocation attuale (alla data di approvazione del presente documento) dei comparti Prudente e Dinamico presenta le seguenti caratteristiche:

- la componente azionaria di tutti e due i comparti è rappresentata da indici azionari globali e comprende anche le azioni di mercati emergenti;

- le azioni rappresentano il 25% e il 50% dei comparti Prudente e Dinamico;
- la componente obbligazionaria è fortemente diversificata sia per aree geografiche sia per rischio di credito.

Come si può vedere dalla tabella seguente, il rendimento atteso dei profili di investimento con l'asset allocation attuale (alla data di approvazione del presente documento) è positivo in termini reali su tutti gli orizzonti temporali per i comparti Prudente e Dinamico ma non per il comparto Garantito. Per quest'ultimo è adeguato se si considera un orizzonte di 20 anni o più, ma è molto basso e negativo in termini reali sugli orizzonti di 5 e 10 anni. Va notato che le previsioni di rendimento in termini reali sono strettamente legate a un completo e rapido rientro dell'inflazione al livello obiettivo della BCE.

Asset class	Rendimento storico	Volatilità	Rendimento atteso a			Rendimento atteso a		
			Garantito	Prudente	Dinamico	5 anni (1)	10 anni (1)	20 e 35 anni (2)
Titoli di Stato euro 1-3 anni	2,12%	1,39%	0,0%	10,0%	0,0%	1,90%	1,75%	2,25%
Titoli di Stato euro 1-5 anni	2,40%	1,97%	30,0%	0,0%	0,0%	2,30%	2,20%	2,38%
Titoli di Stato euro All mat	3,28%	4,37%	15,0%	0,0%	0,0%	2,55%	2,55%	3,00%
Titoli di Stato Italia 1-5 anni	2,96%	3,02%	25,0%	0,0%	0,0%	2,80%	2,70%	3,50%
Corporate euro Large cap	2,84%	2,54%	25,0%	0,0%	0,0%	3,45%	3,20%	3,50%
Titoli di Stato globali euro hedged	2,85%	3,16%	0,0%	0,0%	50,0%	1,78%	2,30%	3,00%
Obbligazioni globali IG euro hedged	2,97%	3,15%	0,0%	55,0%	0,0%	2,68%	3,08%	3,35%
Obbligazioni globali HY euro hedged	6,01%	9,44%	0,0%	10,0%	0,0%	5,30%	5,10%	4,25%
Azionari globali "all countries"	6,88%	14,68%	5,0%	25,0%	0,0%	8,00%	7,40%	6,10%
Azioni mercati sviluppati euro hedged	5,50%	14,50%	0,0%	0,0%	20,0%	6,88%	6,30%	6,00%
Azioni mercati sviluppati	6,97%	14,65%	0,0%	0,0%	25,0%	7,88%	7,30%	6,00%
Azioni mercati emergenti	9,39%	19,47%	0,0%	0,0%	5,0%	9,00%	8,60%	7,00%
Totale			100,0%	100,0%	100,0%			
Rendimento storico (3)			3,00%	4,17%	4,74%			
Inflazione storica			2,00%	2,00%	2,00%			
Rendimento storico reale			1,00%	2,17%	2,74%			
Volatilità storica annualizzata (3)			2,42%	4,68%	7,05%			
Rendimento atteso comparto - Lordo nominale								
5 anni			3,04%	4,19%	4,69%			
10 anni			2,89%	4,23%	4,67%			
20 anni			3,22%	4,02%	4,55%			
Sharpe ratio a 5 anni - Risk free	1,50%		0,64	0,58	0,45			
Rendimento atteso comparto - Netto nominale								
5 anni			2,18%	3,42%	3,82%			
10 anni			2,05%	3,44%	3,80%			
20 anni			2,33%	3,27%	3,70%			
Rendimento atteso comparto - Netto reale								
5 anni			-0,07%	1,17%	1,57%	Inflazione attesa (4)		
10 anni			-0,15%	1,24%	1,60%	2,20%		
20 anni			0,33%	1,27%	1,70%	2,00%		
Rendimento Covip								
5 anni			0,31%	4,75%	5,25%			
10 anni			0,31%	4,70%	5,20%			
20 anni			0,30%	4,50%	5,00%			

(1) Sondaggio EIC settembre 2022
(2) Inflazione attesa più premio per il rischio
(3) Media e deviazione standard dei rendimenti mensili dal 31.12.1998 - 31.10.2022
(4) A 5 e 10 anni sondaggio EIC, a 20 anni obiettivo BCE

ASSET ALLOCATION PROSPETTICA

L'asset allocation attuale (alla data di approvazione del presente documento) ha già una elevata diversificazione e gli indici utilizzati, rappresentando di fatto quasi tutto il mercato investibile, si collocano già sulla "frontiera efficiente".

L'esigenza di revisione dei benchmark, non riguarda tanto le caratteristiche dei due comparti Prudente e Dinamico, quanto il peso delle azioni al loro interno.

Negli ultimi anni il peso delle azioni nei comparti Bilanciati e Obbligazionari Misti dei fondi pensione negoziali è stato gradualmente aumentato dal 20% al 30% e, in alcuni casi, fino al 35%.

Nel caso di FONDEMAIN si osserva che il comparto prevalente, quello Prudente, ha un peso di azioni pari al 25%, che, purtroppo, è in grado di assicurare un rendimento competitivo con quello del TFR solo assumendo un completo e rapido rientro dell'inflazione al livello obiettivo della BCE. Anche il Dinamico, con il 50% di azioni, si colloca nella fascia più prudente di questa categoria di comparti e potrebbe avere un peso di azioni maggiore data la età media bassa degli iscritti.

E' stato effettuato perciò un aumento del peso delle azioni nel comparto Prudente dal 25% al 30% e nel comparto Dinamico dal 50% al 60%.

Salvo la riduzione del peso degli indici globali dovuta all'aumento della componente azionaria, l'allocatione della componente obbligazionaria viene confermata sia per la elevata diversificazione globale, sia perché

la recente correzione dei mercati ha portato a un aumento dei rendimenti a scadenza che ne migliora il contributo al rendimento atteso dei comparti.

Asset class	Rendimento storico	Volatilità	Garantito	Prudente	Dinamico	Rendimento atteso a		
						5 anni (1)	10 anni (1)	20 e 35 anni (2)
Titoli di Stato euro 1-3 anni	2,12%	1,39%	0,0%	10,0%	0,0%	1,90%	1,75%	2,25%
Titoli di Stato euro 1-5 anni	2,40%	1,97%	30,0%	0,0%	0,0%	2,30%	2,20%	2,38%
Titoli di Stato euro All mat	3,28%	4,37%	15,0%	0,0%	0,0%	2,55%	2,55%	3,00%
Titoli di Stato Italia 1-5 anni	2,96%	3,02%	25,0%	0,0%	0,0%	2,80%	2,70%	3,50%
Corporate euro Large cap	2,84%	2,54%	25,0%	0,0%	0,0%	3,45%	3,20%	3,50%
Titoli di Stato globali euro hedged	2,85%	3,16%	0,0%	0,0%	40,0%	1,78%	2,30%	3,00%
Obbligazioni globali IG euro hedged	2,97%	3,15%	0,0%	50,0%	0,0%	2,68%	3,08%	3,35%
Obbligazioni globali HY euro hedged	6,01%	9,44%	0,0%	10,0%	0,0%	5,30%	5,10%	4,25%
Azionari globali "all countries"	6,88%	14,68%	5,0%	30,0%	0,0%	8,00%	7,40%	6,10%
Azioni mercati sviluppati euro hedged	5,50%	14,50%	0,0%	0,0%	30,0%	6,88%	6,30%	6,00%
Azioni mercati sviluppati	6,97%	14,65%	0,0%	0,0%	24,0%	7,88%	7,30%	6,00%
Azioni mercati emergenti	9,39%	19,47%	0,0%	0,0%	6,0%	9,00%	8,60%	7,00%
Totale			100,0%	100,0%	100,0%			
Rendimento storico (3)			3,00%	4,36%	5,03%			
Inflazione storica			2,00%	2,00%	2,00%			
Rendimento storico reale			1,00%	2,36%	3,03%			
Volatilità storica annualizzata (3)			2,42%	5,29%	8,45%			
Rendimento atteso comparto - Lordo nominale								
5 anni			3,04%	4,46%	5,21%			
10 anni			2,89%	4,45%	5,08%			
20 anni			3,22%	4,16%	4,86%			
Sharpe ratio a 5 anni - Risk free	1,50%		0,64	0,56	0,44			
Rendimento atteso comparto - Netto nominale								
5 anni			2,18%	3,63%	4,21%			
10 anni			2,05%	3,61%	4,11%			
20 anni			2,33%	3,37%	3,93%			
Rendimento atteso comparto - Netto reale								
5 anni			-0,07%	1,38%	1,96%	2,25%		
10 anni			-0,15%	1,41%	1,91%	2,20%		
20 anni			0,33%	1,37%	1,93%	2,00%		
Rendimento Covp								
5 anni			0,31%	4,85%	5,45%			
10 anni			0,31%	4,80%	5,40%			
20 anni			0,30%	4,60%	5,20%			

(1) Sondaggio EIC settembre 2022
(2) Inflazione attesa più premio per il rischio
(3) Media e deviazione standard dei rendimenti mensili dal 31.12.1998 - 31.10.2022
(4) A 5 e 10 anni sondaggio EIC, a 20 anni obiettivo BCE

SHORTFALL RISK

Sulla base delle stime di rendimento atteso e di volatilità riportate nelle tavole precedente sono state calcolate le misure di «shortfall risk» dell'asset allocation strategica della componente liquida per ciascun comparto su tre orizzonti temporali, come previsto dalla delibera Covip del 16 marzo 2012 (art. 3, c. 4).

I valori sono stati calcolati sulla base di 5.000 simulazioni per Comparto e orizzonte temporale.

Il rischio di shortfall, cioè di non raggiungere l'obiettivo di rendimento, è stato calcolato con riferimento a un tasso di rendimento pari a 0% (conservazione del capitale in termini nominali), pari al tasso di inflazione (conservazione del capitale in termini reali) e pari al TFR.

Il rischio di shortfall rispetto alla conservazione del capitale in termini nominali è contenuto per tutti i comparti e su tutti gli orizzonti, mentre il rischio di non conservare il capitale in termini reali e di avere un rendimento inferiore a quello del TFR è molto alto per il comparto Garantito e minore per gli altri comparti, soprattutto sull'orizzonte di 15 anni.

Nelle simulazioni i rendimenti attesi a 5 e 10 anni sono quelli ricavati dal sondaggio di EIC al 30 settembre 2022 sugli stessi orizzonti. Per l'orizzonte a 15 anni è stato utilizzato il rendimento atteso a 10 anni.

Shortfall risk – Allocazione proposta

		Input	Orizzonte temporale (anni)		
			5	10	15
Garantito	Rendimento atteso lordo nominale		3,04%	2,89%	2,89%
	Rendimento atteso netto nominale		2,14%	2,02%	2,29%
	Volatilità storica	2,42%			
	Volatilità annua dei rendimento sull'orizzonte		0,71%	0,63%	0,42%
	Inflazione attesa		2,25%	2,20%	2,00%
	Shortfall risk nominale		0,30%	0,00%	0,00%
	Shortfall risk reale		60,36%	12,92%	55,84%
	Shortfall TFR netto		79,90%	31,84%	90,66%
Prudente	Rendimento atteso lordo nominale		4,46%	4,45%	4,45%
	Rendimento atteso netto nominale		3,63%	3,61%	3,61%
	Volatilità storica	5,29%			
	Volatilità annua dei rendimento sull'orizzonte		1,71%	1,21%	1,01%
	Inflazione attesa		2,25%	2,20%	2,00%
	Shortfall risk nominale		2,0%	0,2%	0,0%
	Shortfall risk reale		23,7%	14,3%	6,8%
	Shortfall TFR netto		31,3%	23,3%	16,7%
Dinamico	Rendimento atteso lordo nominale		5,21%	5,08%	5,08%
	Rendimento atteso netto nominale		4,21%	4,11%	4,11%
	Volatilità storica	8,45%			
	Volatilità annua dei rendimento sull'orizzonte		2,81%	1,94%	1,59%
	Inflazione attesa		2,25%	2,20%	2,00%
	Shortfall risk nominale		7,8%	2,4%	0,9%
	Shortfall risk reale		27,0%	20,1%	12,9%
	Shortfall TFR netto		32,2%	26,9%	20,6%

Shortfall risk – Allocazione attuale (alla data di approvazione del presente documento)

		Input	Orizzonte temporale (anni)		
			5	10	15
Garantito	Rendimento atteso lordo nominale		3,04%	2,89%	2,89%
	Rendimento atteso netto nominale		2,14%	2,02%	2,29%
	Volatilità storica	2,42%			
	Volatilità annua dei rendimento sull'orizzonte		0,71%	0,63%	0,42%
	Inflazione attesa		2,25%	2,20%	2,00%
	Shortfall risk nominale		0,30%	0,00%	0,00%
	Shortfall risk reale		60,36%	12,92%	55,84%
	Shortfall TFR netto		79,90%	31,84%	90,66%
Prudente	Rendimento atteso lordo nominale		4,19%	4,23%	4,23%
	Rendimento atteso netto nominale		3,42%	3,44%	3,44%
	Volatilità storica	4,68%			
	Volatilità annua dei rendimento sull'orizzonte		1,52%	1,07%	0,87%
	Inflazione attesa		2,25%	2,20%	2,00%
	Shortfall risk nominale		1,5%	0,0%	0,0%
	Shortfall risk reale		25,1%	15,1%	6,8%
	Shortfall TFR netto		33,3%	25,7%	16,8%
Dinamico	Rendimento atteso lordo nominale		4,69%	4,67%	4,67%
	Rendimento atteso netto nominale		3,82%	3,80%	3,80%
	Volatilità storica	7,05%			
	Volatilità annua dei rendimento sull'orizzonte		2,29%	1,63%	1,32%
	Inflazione attesa		2,25%	2,20%	2,00%
	Shortfall risk nominale		5,6%	1,5%	0,3%
	Shortfall risk reale		27,6%	20,9%	11,5%
	Shortfall TFR netto		34,0%	28,9%	20,9%

Dal confronto delle due tabelle si può notare che la nuova asset allocation produce una riduzione del shortfall risk sia rispetto all'obiettivo di conservare il valore reale del patrimonio, sia a quello di realizzare un rendimento superiore a quello del TFR netto. Notiamo invece un marginale peggioramento, causato dall'aumento di volatilità, del rischio di non ricevere, a scadenza, in capitale investito.

Shortfall risk – Differenze fra allocazione prospettica ed allocazione attuale (alla data di approvazione del presente documento)

Prudente	Shortfall risk nominale		1,7%	0,2%	0,0%
	Shortfall risk reale		-1,4%	-0,7%	0,0%
	Shortfall TFR netto		-1,9%	-2,5%	-0,1%
Dinamico	Shortfall risk nominale		2,2%	1,0%	0,5%
	Shortfall risk reale		-0,6%	-0,9%	1,3%
	Shortfall TFR netto		-1,8%	-2,0%	-0,4%

TASSI DI SOSTITUZIONE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE

Sulla base dei dati relativi ai partecipanti ai diversi comparti, sono state identificate tre figure di “aderente tipo” al fine di procedere alla valutazione previdenziale e all’adeguatezza dell’asset allocation strategica. Tali figure sono state selezionate adottando il medesimo criterio assunto dall’EIOPA per l’identificazione dei casi tipo connessi allo svolgimento di analisi di stress test.

Per ciascuna “figura tipo” è stato stimato un periodo di investimento nel Fondo di 5, 20 e 35 anni, un’età di pensionamento di 62 e 70 anni e perciò un’età di inizio dell’investimento di 57, 50 e 35 anni.

La scelta dell’età di pensionamento di 62 anni per gli aderenti con un orizzonte di permanenza nel Fondo di 5 anni è basata sull’età media effettiva al pensionamento negli ultimi 3 anni in FONDEMAIN. E’ probabile che nei prossimi anni questa età aumenti gradualmente ma, data la prevalenza delle pensioni anticipate e l’incertezza sull’evoluzione della normativa, si è preferito utilizzare questa ipotesi conservativa. Per gli iscritti con 20 e 35 anni di permanenza nel Fondo si ritiene plausibile l’assunzione che la riforma del sistema previdenziale del 2011 sia, per allora, a pieno regime.

Data la differenza fra iscritti del settore pubblico e del settore privato sono stati identificati diversi aderenti tipo per ciascun gruppo.

Inoltre, nel calcolo dei parametri necessari (posizione, contribuzione annua, aliquota di contribuzione) sono stati selezionati solo gli aderenti:

- con contribuzione del TFR pari al 100%;
- con data iscrizione precedente il 2021;
- con posizione attiva a fine 2021;
- con contribuzione del 2021;
- con contribuzione piena al TFR virtuale.

Gli aderenti con queste caratteristiche sono 3.328, dei quali 1.623 dipendenti del settore pubblico e 1.705 appartenenti al settore privato.

Per il calcolo dei valori medi riportati nella tabella seguente sono stati utilizzate 9 coorti di iscritti:

- 34, 35 e 36 anni di età per i valori della fascia “35 anni” (191 iscritti);
- 49, 50 e 51 anni di età per i valori della fascia “50 anni” (388 iscritti);
- 56, 57 e 58 anni di età per i valori della fascia “57 anni” (286 iscritti).

Età	Tutti					Pubblico					Privato				
	Aliquota contr.	Posizione	Contributi	Retrib. Stimata	Numero	Aliquota contr.	Posizione	Contributi	Retrib. Stimata	Numero	Aliquota contr.	Posizione	Contributi	Retrib. Stimata	Numero
35	1,19	18.436,4	2.450,5	26.387,2	191	0,99	15.516,0	1.949,6	21.881,5	96	1,40	21.653,8	2.990,5	30.800,5	95
50	1,16	36.802,5	2.909,8	31.531,6	388	1,00	33.377,4	2.202,1	24.715,1	192	1,31	40.070,0	3.606,6	37.813,5	196
57	1,22	43.631,2	3.153,3	33.744,1	286	1,00	34.542,9	2.183,0	24.500,3	118	1,37	49.889,7	3.823,1	39.626,5	168

Per ciascun aderente tipo è stato simulato il percorso di accumulazione previdenziale assumendo:

- tassi di inflazione del 2% su tutti gli orizzonti temporali;
- un tasso di crescita reale della retribuzione pari all’1% annuo;
- posizione contributiva iniziale, retribuzione e contribuzione indicate in tabella;
- un rendimento dei comparti sui diversi orizzonti temporali come indicato in tabella. Il rendimento atteso a 5 anni è quello ricavato dal sondaggio dell’Advisor al 30 settembre 2022. I rendimenti attesi a 20 e 35 anni sono uguali e calcolati sommando all’inflazione attesa al 2% i premi per il rischio indicati nella stessa tabella;
- continuità di contribuzione e assenza anticipazioni;
- anno di pensionamento:
 - 62 anni per gli aderenti con un orizzonte di 5 anni;
 - 70 anni per gli aderenti con un orizzonte di 20 anni;
 - 70 anni per gli aderenti con un orizzonte di 35 anni.
- coefficiente di trasformazione in rendita a tasso tecnico 0% alle diverse età di pensionamento calcolato utilizzando le condizioni di polizza UnipolSai di FONDEMAIN (tariffa 75A0). Per le due età di pensionamento il coefficiente di trasformazione è la media dei tassi per maschi e femmine ponderata per i pesi dei due gruppi (55,5% femmine, 44,5% maschi).

Le ipotesi di inflazione, del tasso di crescita della retribuzione e del coefficiente di trasformazione in rendita sono quelle indicate dalla COVIP per la stima della pensione complementare.

Per costruire gli scenari della simulazione si è proceduto con la seguente metodologia:

- all'inizio della simulazione il patrimonio iniziale viene distribuito percentualmente secondo l'allocazione decisa;
- a ogni asset class, per ciascun mese, vengono applicati rendimenti estratti casualmente con distribuzione normale ma aventi la medesima correlazione della distribuzione storica (metodo Montecarlo Multivariato);
- le volatilità e le correlazioni sono calcolate sui rendimenti mensili in Euro nel periodo 12.1998 – 10.2022;
- il patrimonio così ottenuto viene nuovamente ripartito percentualmente secondo l'allocazione stabilita e si procede a una nuova estrazione di rendimenti (ribilanciamento mensile);
- il processo è stato ripetuto costruendo 5.000 percorsi di evoluzione del patrimonio;
- il risultato della simulazione è una matrice con un numero di colonne pari al numero di percorsi simulati (in questo caso 5.000) e un numero di righe pari ai mesi di durata dell'investimento. L'ultima riga della matrice contiene 5.000 possibili valori futuri del portafoglio sui quali sono calcolate le statistiche;
- nella costruzione dei percorsi simulati si è tenuto conto della tendenza dei rendimenti al ritorno verso la media («mean reversion»)⁶;

PUBBLICO															
Età	Orizzonte	Tasso di crescita della retribuzione	Retribuzione	Posizione totale maturata	% contrib. Iscritto	% contrib. Azienda	% contrib. TFR	Totale contribuzione	Età di pensionamento	Comparto	Retribuzione fine periodo	Tasso di conversione in rendita	Montante previdenza integrativa (mediana valori simulati)	Rendita	Tasso di sostituzione previdenza integrativa
35	35	3%	21.882	15.516	1,0%	1,0%	6,91%	8,89%	70	GARANZIA	61.572	5,63%	203.300	11.451	18,6%
50	20	3%	24.715	33.377	1,0%	1,0%	6,91%	8,91%	70	GARANZIA	44.638	5,63%	126.015	7.098	15,9%
57	5	3%	24.500	34.543	1,0%	1,0%	6,91%	8,91%	62	GARANZIA	28.403	3,36%	50.677	1.705	6,0%
35	35	3%	21.882	15.516	1,0%	1,0%	6,91%	8,89%	70	PRUDENTE	61.572	5,63%	248.720	14.010	22,8%
50	20	3%	24.715	33.377	1,0%	1,0%	6,91%	8,91%	70	PRUDENTE	44.638	5,63%	144.658	8.148	18,3%
57	5	3%	24.500	34.543	1,0%	1,0%	6,91%	8,91%	62	PRUDENTE	28.403	3,36%	53.827	1.811	6,4%
35	35	3%	21.882	15.516	1,0%	1,0%	6,91%	8,89%	70	DINAMICO	61.572	5,63%	270.474	15.235	24,7%
50	20	3%	24.715	33.377	1,0%	1,0%	6,91%	8,91%	70	DINAMICO	44.638	5,63%	154.029	8.676	19,4%
57	5	3%	24.500	34.543	1,0%	1,0%	6,91%	8,91%	62	DINAMICO	28.403	3,36%	54.895	1.847	6,5%
PRIVATO															
Età	Orizzonte	Tasso di crescita della retribuzione	Retribuzione	Posizione totale maturata	% contrib. Iscritto	% contrib. Azienda	% contrib. TFR	Totale contribuzione	Età di pensionamento	Comparto	Retribuzione fine periodo	Tasso di conversione in rendita	Montante previdenza integrativa (mediana valori simulati)	Rendita	Tasso di sostituzione previdenza integrativa
35	35	3%	30.800	21.654	1,4%	1,4%	6,91%	9,71%	70	GARANZIA	86.668	5,63%	307.549	17.324	20,0%
50	20	3%	37.814	40.070	1,3%	1,3%	6,91%	9,54%	70	GARANZIA	68.295	5,63%	183.788	10.352	15,2%
57	5	3%	39.627	49.890	1,4%	1,4%	6,91%	9,65%	62	GARANZIA	45.938	3,36%	76.888	2.586	5,6%
35	35	3%	30.800	21.654	1,4%	1,4%	6,91%	9,71%	70	PRUDENTE	86.668	5,63%	375.735	21.164	24,4%
50	20	3%	37.814	40.070	1,3%	1,3%	6,91%	9,54%	70	PRUDENTE	68.295	5,63%	209.674	11.810	17,3%
57	5	3%	39.627	49.890	1,4%	1,4%	6,91%	9,65%	62	PRUDENTE	45.938	3,36%	81.675	2.747	6,0%
35	35	3%	30.800	21.654	1,4%	1,4%	6,91%	9,71%	70	DINAMICO	86.668	5,63%	408.362	23.002	26,5%
50	20	3%	37.814	40.070	1,3%	1,3%	6,91%	9,54%	70	DINAMICO	68.295	5,63%	221.706	12.488	18,3%
57	5	3%	39.627	49.890	1,4%	1,4%	6,91%	9,65%	62	DINAMICO	45.938	3,36%	82.973	2.791	6,1%

Considerando tutti gli aderenti compresi nel campione con età inferiore a 50 anni (2.762) dalle simulazioni emerge che circa l'83% può attendersi un tasso di sostituzione dalla previdenza integrativa uguale o superiore a un minimo del 15,2% (dipendente privato di 50 anni che investe nel comparto Garantito) e a un massimo del 26,5% (dipendente privato di 35 anni che investe nel comparto Dinamico).

E' importante rilevare che i tassi di sostituzione molto elevati sugli orizzonti 20 e 35 anni sono la conseguenza di alcune ipotesi molto forti, e cioè crescita costante della retribuzione, piena continuità di

⁶ Covip, "La rappresentazione del rischio nella previdenza complementare – Documento per la discussione", febbraio 2013

contribuzione e assenza di anticipazioni. In presenza di discontinuità nella storia contributiva o di anticipazioni i tassi di sostituzione potrebbero essere sensibilmente più bassi.

CONSIDERAZIONI FINALI

Dall'analisi fatta emerge che la modifica delle asset allocation migliora i rendimenti attesi dei comparti Prudente e Dinamico mantenendo invariata l'efficienza dei portafogli (indice di Sharpe), riducendo perciò il rischio di non realizzare gli obiettivi di rendimento ("shortfall risk"). Inoltre, gli iscritti con contribuzione massima e orizzonte temporale di almeno 20 anni possono attendersi tassi di sostituzione della previdenza complementare pari al 15% circa o superiori.

GARANTITO

Anche tenendo conto della recente evoluzione dei tassi d'interesse, le aspettative di rendimento del comparto Garantito non offrono risultati del tutto soddisfacenti, a meno che non ci si ponga come **Obiettivo** la conservazione del capitale.

Occorre tuttavia considerare che la garanzia che caratterizza la convenzione intercorrente con UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (unico gestore operante nel **Comparto**), permette agli **Iscritti** prossimi al pensionamento, di poter raggiungere il rendimento obiettivo prescindendo dalle dinamiche di mercato. Il gestore è, infatti, contrattualmente impegnato a garantire a ciascun **Aderente** la restituzione del capitale versato⁷, limitando l'esposizione degli **Iscritti** al rischio finanziario del **Comparto**. Un elemento che rimuove, da un punto di vista sostanziale, ogni possibile riserva circa l'adeguatezza di tale **Comparto**.

PRUDENTE

Nell'analisi elaborata ci si è concentrati sulla necessità di configurare efficacemente il comparto Prudente come "**Comparto** centrale" della gestione del **Fondo**, prendendo atto di una situazione di complessivo apprezzamento, che contraddistingue l'impostazione del comparto Prudente fin dalla sua origine.

Il **Comparto** ha peraltro un ruolo centrale poiché intercetta l'**Aderente** medio del **Fondo**. In coerenza con la precedente impostazione, si è mantenuta la previsione di un tempo di permanenza nel **Comparto** di almeno 10 anni cercando, allo stesso tempo e lì dove possibile, di aumentare la diversificazione dell'investimento. In particolare, è stata confermata una ottimizzazione della componente obbligazionaria di portafoglio prevedendo, oltre ad una specifica esposizione ai titoli di Stato area Euro (10%), la presenza di un indice "global aggregate" al cui interno trovano spazio titoli governativi e corporate (55%). Da ultimo, sempre in ottica di poter fornire al gestore i necessari elementi di flessibilità, si è provveduto ad aggregare l'esposizione verso i titoli "high-yield" (euro e mercati emergenti) in un indice globale. Complessivamente, la *duration* della componente obbligazionaria del portafoglio è pari a 5,8 anni. Il peso della componente azionaria, ritenuta già sufficientemente diversificata, è stato aumentato del 5%, dal 25% al 30% a decorrere dal 1° febbraio 2023. Su un orizzonte di 5 anni le modifiche di allocazione portano il rendimento atteso del comparto Prudente dal 4,19% al 4,46% mentre la volatilità passa dal 4,68% al 5,29% con un valore dell'indice di Sharpe sostanzialmente invariato (da 0,58 a 0,56).

DINAMICO

L'impostazione finanziaria adottata dal **Fondo**, anche precedentemente al presente **DPI**, assumeva che il Dinamico potesse essere scelto tipicamente dagli **Aderenti** a cui mancassero più di 15 anni al pensionamento; ne derivava una permanenza media nel **Comparto**, soprattutto per chi lo avesse scelto in prima adesione, molto lunga. Un periodo capace di assorbire abbondantemente la volatilità e di ripagare in termini di rendimento.

L'analisi delle adesioni negli ultimi anni conferma che il comparto è scelto da persone in media molto più giovani, con oltre 20 anni di permanenza nel Fondo.

Di conseguenza l'**AAS** non è stata oggetto di particolari revisioni se non quanto utile ad ottimizzare, anche in questo caso similmente a quanto avvenuto nel Prudente, la gestione. In questo senso viene aumentata la percentuale di componente azionaria complessivamente dal 50 al 60% a decorrere dal 1° febbraio 2023, con un aumento della componente a cambio coperto, dal precedente 20% al 30%, in modo da rispettare i limiti stabiliti dal D.M. 166/2014 e viene conseguentemente ridotta la componente di titoli di Stato globali a cambio coperto. Complessivamente, la *duration* della componente obbligazionaria del portafoglio è pari a 7,8 anni. Su un orizzonte di 5 anni le modifiche di allocazione portano il rendimento atteso del comparto Dinamico dal 4,69% al 5,21% mentre la volatilità passa da 7,05% al 8,45% con un valore dell'indice di Sharpe sostanzialmente invariato (da 0,45 a 0,44).

⁷ A verificarsi degli eventi riepilogati nella convenzione di gestione sottoscritta con UnipolSai e alla scadenza della convenzione stessa.

SEZIONE II ATTUAZIONE DELLA POLITICA D'INVESTIMENTO

CRITERI DI ATTUAZIONE DELLA POLITICA DI INVESTIMENTO E STILE DI GESTIONE

Il presente paragrafo descrive la struttura della gestione del patrimonio, risultante dalle valutazioni, tempo per tempo condotte dal **Fondo**, nel rispetto delle disposizioni normative.

L'**AAS** definita nella **Sezione I** del **DPI** stabilisce gli elementi cardine che, per trasparenza, dovranno essere rappresentati all'**Aderente** (effettivo e potenziale) affinché lo stesso, anche attraverso un coerente servizio di consulenza, possa gestire efficacemente il proprio percorso di investimento previdenziale. In ottemperanza alle previsioni legislative ed alle indicazioni delle parti istitutive, FONDEMAIN dà esecuzione a tale impianto attraverso un modello gestionale incardinato nella gestione indiretta per cui si rende necessario descrivere i criteri di attuazione della politica di investimento e gli stili di gestione.

Di seguito, e prima di entrare nel merito della descrizione delle tre componenti del patrimonio, viene riportato il numero dei mandati in gestione indiretta ad oggi attivi.

Mandati per ogni comparto

Comparto d'investimento	Numero di mandati	Di cui competitivi	Di cui specialistici
GARANTITO	1	0	0
PRUDENTE	2	2	0
DINAMICO	2	2	0

LA GESTIONE INDIRETTA

La struttura relativa la gestione indiretta è imperniata sull'utilizzo di mandati competitivi; con ciò si intende, compatibilmente con il patrimonio disponibile, l'affidamento delle risorse (all'interno dello stesso **Comparto**) a più gestori differenti che operano, nell'ambito di limiti gestionali (mandati generalisti) identici ed avendo a riferimento gli stessi *benchmark*.

Una struttura consolidata, che trova supporto nei seguenti elementi:

- ✓ **efficienza gestionale**: si rileva l'opportunità di mettere a disposizione del gestore patrimoni che, per dimensione e *trend* di sviluppo, possano essere gestiti in modo efficiente, anche in termini di costi. Tenendo conto dell'**AAS** definita, si ritiene che la dimensione delle masse gestite attualmente (alla data di approvazione del presente documento), qualora affidate a gestori specializzati, non consenta una gestione efficiente;
- ✓ **diversificazione del rischio gestore**: si ritiene necessario mitigare il rischio che può nascere dall'esistenza di visioni specifiche da parte delle case di investimento, relativamente all'andamento dei mercati ed alla conseguente traduzione delle stesse in scelte di posizionamento sul portafoglio.

Si ritiene che l'attivazione di mandati competitivi e non specialistici, consenta di incrementare la probabilità di raggiungere i rendimenti attesi individuati nella **Sezione I**, con riferimento a ciascuno dei **Comparti**: il mantenimento di questa condizione viene costantemente presidiato attraverso tre modalità:

- un'analisi di dettaglio della composizione del portafoglio;
- uno *style analysis*, che evidenzia le capacità del gestore di realizzare una gestione attiva;
- un confronto periodico con i gestori.

Il **Fondo** stabilisce di articolare la gestione fino ad un massimo di 3 mandati per **Comparto**, procedendo alla selezione di un nuovo gestore, che si affianchi al gestore/i già attivo, qualora il patrimonio gestito dal singolo gestore superi tendenzialmente i 100 milioni di euro e al nuovo gestore venga affidato un patrimonio che, prevedibilmente, possa raggiungere i 50 milioni di euro nell'arco di 5 anni. La soglia non va intesa in maniera meccanica e al **CdA** del **Fondo** resta la facoltà di agire, rispetto a tale eventualità, analizzando nel merito le singole situazioni.

FONDEMAIN ritiene che i gestori, nell'ambito dei limiti di investimento loro affidati, debbano agire realizzando uno stile di gestione attivo adatto a governare, anche tatticamente, livelli di volatilità elevati e variabili nel tempo. Non è infatti da escludere che lo scenario macroeconomico e finanziario possa essere caratterizzato, in futuro, da complessità ed incertezze che necessitino di crescente attenzione.

Il gestore assumerà quindi le scelte tattiche di posizionamento che riterrà più efficaci, naturalmente nel rispetto dei limiti di investimento prefissati dal **Fondo**. La gestione dei sovrappesi – sotto pesi (sui singoli titoli o tra le diverse *asset class*) sarà realizzata anche nel rispetto dei limiti di *Tracking Error Volatility* (di seguito anche "TEV").

Il **Fondo** opta per questa struttura con lo scopo di costituire una chiara suddivisione tra chi deve assumere le decisioni relative l'**AAS** e chi, invece, quelle riconducibili all'*asset allocation* tattica; tali scelte devono

peraltro competere a soggetti distinti. Questa distinzione, al di là delle previsioni di legge, risponde a una logica volta ad assegnare le diverse responsabilità in base alla competenza istituzionale e professionale. In questa struttura, il **Fondo** mantiene la piena competenza delle scelte strategiche di allocazione del portafoglio in quanto sono quelle che determinano in massima parte la *performance* attesa e il grado di rischio assunto.

La definizione dell'*asset allocation* tattica viene dunque affidata ai gestori; la gestione di questa componente richiede, infatti, un *know-how* specifico, che è proprio ed esclusivo dei soggetti a cui la legge affida il compito di effettuare le scelte di investimento. Va, inoltre, considerato che l'*asset allocation* tattica si basa anche su una attenta gestione dei tempi entro i quali devono essere compiuti i movimenti di adattamento del portafoglio e le operazioni di negoziazione.

La gestione attiva, a differenza di quella passiva, consente di rispettare questa impostazione e, al tempo stesso, di sfruttare le capacità e le conoscenze operative del gestore per conseguire risultati che tendano a discostarsi, in senso positivo, dalla media di mercato. L'auspicio è che tale atteggiamento possa risultare efficace anche in presenza di scenari sfidanti, caratterizzati da violente correzioni annuali o infra-annuali che per velocità ed importanza potrebbero rendere necessaria l'assunzione di posizionamenti tattici sensibilmente distanti dal *benchmark*, al fine di meglio difendere il valore del portafoglio.

Di converso, la gestione passiva, stabilendo un'allocazione fissa tra le diverse *asset class*, conferisce al **Fondo** l'onere di definire le sovra o sottoesposizioni sulle *asset class* stesse e renderebbe necessaria una strutturazione del **Fondo** idonea a far fronte a tali necessità. La gestione attiva rappresenta una soluzione di equilibrio che tende ad ottimizzare il ruolo del gestore in chiave di ripartizione delle diverse *asset class*, pur in un ambito predefinito dal **Fondo**, con evidenti vantaggi per il **Fondo** stesso che, quindi, ottiene una struttura gestionale semplificata associata ad un livello di costi contenuto.

L'obiettivo finale della gestione indiretta dei **Comparti** del **Fondo** è generare un rendimento pari o superiore a quello definito come *target* in sede di **AAS**, assumendo un grado di rischio ritenuto congruo e allineato a quello prefissato. Nelle fasi di correzione di mercato, lo scopo delle gestioni dovrebbe, idealmente, essere quello della protezione del capitale evitando, se possibile, la generazione di un rendimento negativo.

Alla luce di quanto detto, il rischio che si intende attribuire ai gestori verrà espresso in funzione della **TEV** individuando un *budget* massimo e determinato secondo le modalità di calcolo riportate successivamente. Il **Fondo** verifica l'attuazione delle strategie e valuta l'operato dei soggetti incaricati della gestione e predispone una documentazione completa dei controlli svolti sull'attività di investimento (il "Manuale Operativo della Funzione Finanza").

Il **Fondo** intende, inoltre, presidiare l'atteggiamento del gestore rispetto al *benchmark* anche con riferimento all'utilizzo del *budget* di rischio assegnato (i livelli di **TEV** sono verificati con cadenza settimanale). In casi eccezionali, i limiti di **TEV** potranno essere rivisti previa decisione del **CdA**, per rispondere a temporanee e specifiche esigenze di mercato.

L'impostazione descritta deve naturalmente essere declinata in modo differente per la quota di gestione riferita al Garantito laddove, evidentemente, prevale l'obbligo contrattuale assunto dal gestore rispetto al ruolo di coordinamento svolto dal **Fondo**.

LA COMPONENTE DEL RISCHIO

La componente rischio costituisce un aspetto di grande rilievo all'interno dell'approccio gestionale del **Fondo Pensione** e il suo monitoraggio continuo rappresenta un intento imprescindibile.

Generalmente gli **Aderenti** hanno una percezione asimmetrica del rischio: nel risparmio previdenziale la conservazione del capitale assume una forte rilevanza, sebbene tecnicamente il rischio, venga inteso, dal punto di vista finanziario, come la componente di volatilità della gestione e quindi riguardi anche la parte positiva. Nella gestione indiretta, il rischio è comunemente identificato con la volatilità dei rendimenti, aspetto collegato con la variabilità e l'imprevedibilità dei prezzi degli strumenti finanziari (specialmente nel breve termine), e si direziona sia in territorio positivo che negativo.

Nelle simulazioni che sono state illustrate nella **Sezione I** si è data evidenza delle probabilità di raggiungere l'obiettivo della protezione nominale del capitale anche per enfatizzare l'importanza che il **Fondo** attribuisce alla necessità di monitorare non solo l'andamento relativo (confronto con il *benchmark*), ma anche quello assoluto della *performance*.

IL RISCHIO NELLA GESTIONE INDIRECTA

Riguardo alla gestione indiretta il **CdA** ha attivato un controllo sistematico e continuativo delle varie componenti di rischio, valutando lo stesso da più punti di vista.

In primo luogo, come già indicato, le convenzioni definiscono il *budget* di rischio affidato ad ogni gestore. L'indicatore di rischio utilizzato è la Tracking Error Volatility (TEV) per i due mandati a benchmark (Prudente e Dinamico) e la Volatilità rolling annualizzata (Standard Deviation) per il mandato con obiettivo di rendimento (Garantito). La **TEV** è una misura di rischio relativo e rappresenta la deviazione *standard* degli scarti dei rendimenti dei mandati rispetto al *benchmark*. La volatilità rolling annualizzata è una misura di rischio assoluto ed è espressione delle oscillazioni dei rendimenti passati del portafoglio nel periodo considerato.

La tabella seguente rappresenta i limiti di rischio assegnati, **Comparto per Comparto**, ai gestori dei mandati competitivi:

Limiti di rischio per i mandati di gestione

Mandato	Misura di rischio	Valore soglia massima
GARANTITO - UnipolSAI	Volatilità	4% annuo
PRUDENTE - Amundi, Eurizon	TEV	4% annuo
DINAMICO - Amundi, Eurizon	TEV	7,5% annuo

Il calcolo viene effettuato su base settimanale avendo a riferimento un periodo annuale secondo una metodologia "*rolling*" che aggiunge una nuova settimana eliminando la prima della serie dell'anno. I valori indicati esprimono il limite che il valore di *tracking error volatility* può assumere nell'anno di riferimento.

La modalità di rilevazione e misurazione della variabile è definita in modo univoco nell'ambito dell'allegato tecnico alle convenzioni di gestione.

Occorre evidenziare il fatto che i rischi a cui i portafogli sono sottoposti sono molteplici; non ci si può quindi soffermare esclusivamente sul presidio della **TEV** e della **Volatilità**. Il **Fondo** tiene sotto osservazione una pluralità di indicatori atti a cogliere aspetti diversi della componente di rischio finanziaria (si vedano, in questo senso, i controlli settimanali elaborati da parte della Funzione Finanza).

L'assegnazione dei limiti entro cui si esplica l'ambito di autonomia esercitabile dai singoli gestori viene declinata nella convenzione di gestione. Tali limiti sono stati progettati e definiti in coerenza con il profilo di rischio che il **Fondo** ha assunto per ogni **Comparto**. Si tratta di limiti che hanno rilievo sostanziale e che sono evidenziati ai gestori, in modo che vengano consapevolmente assunti all'interno del processo decisionale.

ULTERIORI ELEMENTI CARATTERIZZANTI LA GESTIONE

Nei paragrafi che seguono vengono indicati i criteri, i vincoli e i limiti di cui si vuole dotare il **Fondo** nell'ambito della gestione del suo patrimonio. Queste indicazioni operative hanno una duplice finalità:

- definire analiticamente i presidi adottati dal **Fondo** al fine di raccordare l'operatività dei gestori delegati in modo coerente con i livelli di tolleranza al rischio prestabiliti e con gli obiettivi di rendimento prefissati;
- identificare il soggetto preposto alla verifica del rispetto dei vincoli imposti e delle linee guida adottate.

LIMITI E VINCOLI GESTIONALI PER LA GESTIONE INDIRECTA

Nella definizione delle caratteristiche di ciascun **Comparto** di investimento vanno tenute in considerazione le indicazioni tempo per tempo deliberate dal **CdA** del **Fondo**. L'insieme di questi principi, regole e limiti costituisce parte integrante della politica di investimento. Nello specifico le disposizioni in oggetto sono raggruppabili in quattro categorie:

- individuazione di specificazioni che si riferiscono alle *asset class* investibili;
- definizione di limiti e vincoli di investimento;
- regole comportamentali e operative riferite a specifici strumenti;
- obblighi informativi aventi una funzione prudenziale.

Le indicazioni che seguono sono comuni a tutti i mandati, ad eccezione del **Comparto** Garantito per cui verranno individuate delle specifiche "ad-hoc".

Per quanto riguarda le ulteriori specificazioni inerenti alle macro-*asset class* il **Fondo** ha previsto:

- la possibilità di variare l'esposizione alla componente azionaria, ovvero lo spazio entro il quale possono compiersi le scelte tattiche dei gestori rispetto alla componente azionaria del *benchmark*, è contenuta nel *range* -10%/+10% rispetto al peso *target*⁽¹⁾ per il Comparto Prudente e di un minimo di 30% e di un massimo di 70% per il Comparto Dinamico; calcolato sul valore di mercato del *benchmark* con un ribilanciamento mensile (ultimo giorno lavorativo del mese). I titoli di capitale dei paesi emergenti sono consentiti nel limite massimo del 5% per il Comparto Prudente e del 10% per il comparto Dinamico. Resta in capo al **CdA del Fondo** la facoltà di modificare l'ampiezza del *range*, dopo aver assolto i prescritti obblighi informativi, nel caso in cui si ritenga che l'evoluzione del mercato possa compromettere il rendimento o aumentare il grado di rischio assunto. Il controllo del rispetto del *range* è affidato istituzionalmente al Depositario.

Il controllo del rispetto del *range* è affidato istituzionalmente al Depositario.

L'indicazione strategica definita nel presente **DPI**, tuttavia dovrà essere tradotta dal gestore in scelte di allocazione tattica. Se tale variazione porterà ad un superamento del limite di **TEV**, ove previsto, il gestore sarà tenuto a dare specifica comunicazione al **Fondo**. Resta in capo al **CdA del Fondo** la facoltà di modificare l'ampiezza di tale *range*, dopo aver assolto i prescritti obblighi informativi, nel caso in cui l'evoluzione del mercato possa compromettere il rendimento ovvero aumentare il grado di rischio assunto. Il controllo del rispetto delle bande è affidato istituzionalmente al Depositario;

- la possibilità di variare l'esposizione alla duration per la componente obbligazionaria rappresenta lo spazio entro il quale possono compiersi le scelte tattiche dei gestori rispetto alla duration complessiva del portafoglio obbligazionario.

Mandato	Duration componente obbligazionaria	Duration comparto (1)
PRUDENTE - Amundi, Eurizon	5,78	4,05
DINAMICO - Amundi, Eurizon	7,76	3,10
(1) Si ipotizza una duration della componente azionaria pari a 0 anni		

- la possibilità di utilizzo di OICR: con il limite massimo del 45% delle risorse in gestione per il comparto Prudente e fino al 100% per il Dinamico, i gestori potranno sottoscrivere OICR rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE e successive modificazioni ed integrazioni, ivi inclusi quelli istituiti da imprese del gruppo di appartenenza del gestore, a condizione che essi siano utilizzati al fine di assicurare un'efficiente gestione del portafoglio tramite un'adeguata diversificazione del rischio. Al primo utilizzo il Depositario dovrà autorizzare l'uso dell'OICR dopo averne verificato la conformità alle linee di indirizzo della gestione e sarà cura del gestore comunicare al Depositario eventuali variazioni del regolamento dell'OICR entro 30 giorni dalla variazione. Inoltre, i programmi e i limiti di investimento di ogni OICR devono essere compatibili con quelli delle linee di indirizzo della gestione. Qualora l'investimento riguardi OICR istituiti dal gestore o da Società del suo Gruppo, sul Fondo non devono gravare commissioni di gestione, spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle parti di OICR acquisiti, né altre forme di commissioni. L'utilizzo di OICR è subordinato al fatto che il gestore si impegni, con cadenza mensile, a trasmettere l'elenco degli strumenti finanziari che compongono ogni OICR ed il relativo peso, secondo il formato elettronico indicato dal Fondo.
- la possibilità di variare l'esposizione alla componente obbligazionaria, ovvero lo spazio entro il quale possono compiersi le scelte tattiche dei gestori rispetto alla componente obbligazionaria del *benchmark*, è contenuta nel *range* -10%/+10% rispetto al peso *target*⁸ per il Comparto Prudente, mentre nel caso del Comparto Dinamico l'esposizione può variare dal 30% al 70%; calcolato sul valore di mercato del *benchmark* con un ribilanciamento mensile (ultimo giorno lavorativo del mese). Resta in capo al **CdA del Fondo** la facoltà di modificare l'ampiezza del *range*, dopo aver assolto i prescritti obblighi informativi, nel caso in cui si ritenga che l'evoluzione del mercato possa compromettere il rendimento o aumentare il grado di rischio assunto. Il controllo del rispetto del *range* è affidato istituzionalmente al Depositario. L'interno di tale componente del portafoglio il gestore potrà investire in (dove non diversamente specificato i limiti si intendono validi per entrambi i **Comparti**):
 - obbligazioni governative "Emerging Market Hard Currencies" fino ad un massimo del 10% e 5% (rispettivamente per Prudente e Dinamico) del valore di mercato del portafoglio;

- titoli corporate aventi rating inferiore all'investment grade è ammesso entro il limite massimo del 15% e 5% (rispettivamente per Prudente e Dinamico) del valore di mercato del portafoglio;
- titoli corporate fino ad un massimo del 35% e 10% (rispettivamente per Prudente e Dinamico) del valore di mercato del portafoglio, l'esposizione massima per singolo emittente non può superare l'1% del valore di mercato del portafoglio. Per corporate si intendono tutti i titoli diversi dai governativi, emessi da enti sovranazionali e da agenzie; sono esclusi titoli di debito societario convertibili, titoli di debito derivanti da operazioni di cartolarizzazione (es. MBS o ABS o Cocos) e titoli di debito corporate con grado di subordinazione superiore al "Tier 2". È esplicitamente esclusa la detenzione di titoli con gradi di subordinazione ulteriori (non sono ammessi Upper Tier2). Qualora il Gestore scelga di investire in Oicr la cui politica di investimento permetta, comunque in misura marginale, l'investimento in strumenti che, sulla base del presente punto sarebbero altrimenti esclusi, lo stesso (Gestore) si impegna a chiederne preventiva autorizzazione a sottoscrivere tale strumento; in questo caso il Gestore dovrà mettere preventivamente a disposizione del Fondo stesso una informativa di carattere analitico che descriva l'investimento che il Gestore intende effettuare. L'informativa dovrà contenere, altresì, gli elementi oggettivi sui quali il Gestore fonda la propria analisi. Il Fondo non prenderà in considerazione valutazioni fondate esclusivamente sulle prospettive di redditività dei titoli. Il Fondo ha la facoltà di richiedere che non venga effettuato l'investimento qualora il materiale fornito sia ritenuto insufficiente e previo confronto con il Gestore stesso. Il Gestore sarà tenuto ad uniformarsi alle richieste del Fondo;
- obbligazioni governative "Emerging Market Hard Currencies" e in titoli corporate aventi rating inferiore all'investment grade di cui ai punti precedenti fino ad un massimo complessivo del 15% e 7% (rispettivamente per Prudente e Dinamico) del valore di mercato del portafoglio;
- strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione fino ad un massimo del 10% e del 5% (rispettivamente per Prudente e Dinamico) del valore di mercato del portafoglio;
- in casi straordinari, al solo scopo di attuare una strategia di protezione del valore del patrimonio e sotto la propria esclusiva responsabilità, il Gestore potrà scendere al di sotto delle soglie previste nei due punti precedenti per assumere posizioni di liquidità. In tali casi il gestore dovrà inviare preventivamente una comunicazione al Fondo e al Depositario che dovrà contenere tassativamente l'indicazione della durata di questo periodo straordinario e l'entità della deroga, nonché le ragioni alla base di tale decisione.
- la definizione di una politica di cambio. Il **Fondo** assegna ai gestori la leva del cambio come ulteriore elemento per creare valore aggiunto al portafoglio; i gestori devono valutare il grado di eventuale copertura in funzione dei movimenti del tasso di cambio tra l'euro e le altre valute presenti in portafoglio tenendo presente che, nel rispetto del DM 166/2014, l'esposizione in valuta estera è limitata al 30% delle risorse al netto delle coperture mediante derivati. Il controllo del rispetto delle regole fissate è affidato istituzionalmente al Depositario.
- la possibilità di utilizzare contratti *futures* su indici azionari, titoli di stato e tassi d'interesse unicamente nei limiti previsti per gli attivi sottostanti a condizione che siano utilizzati al fine di assicurare un'efficiente gestione del portafoglio e con finalità di copertura. Il controllo del rispetto delle regole fissate è affidato istituzionalmente al Depositario.
- la possibilità di utilizzare operazioni di pronti contro termine, contratti a termine su valute (*forward*) con controparti di mercato di primaria importanza. Nel caso di utilizzo di operazioni pronti contro termine, il sottostante deve essere costituito da titoli di Stato.

Il controllo del rispetto delle regole fissate è affidato istituzionalmente al Depositario.

Nel caso di investimento in OICR, è inoltre consentito acquisire strumenti derivati non compresi nei punti precedenti, purché nel rispetto dei limiti di cui al D.M. MEF n. 166/14.

La determinazione dei limiti e dei vincoli di investimento consente di specificare in modo più analitico la politica di investimento individuata dal **Fondo**, introducendo al contempo elementi atti a definire nel dettaglio livello e tipologie di rischio assumibile:

- a) le convenzioni definiscono un limite di ammissibilità dell'investimento obbligazionario in base al rating (dove non diversamente specificato i limiti si intendono validi per entrambi i **Comparti**): i valori mobiliari di natura obbligazionaria, all'atto dell'acquisizione devono godere di una valutazione di merito creditizio rientrante nell'investment grade di almeno una delle quattro Agenzie Standard & Poor's, Moody's, Fitch e DBRS. Nel caso di assenza di rating dell'emissione, si farà riferimento al rating assegnato all'emittente. L'investimento in obbligazioni governative "Emerging Market Hard Currencies" è ammesso entro un massimo del 10% e 5% (rispettivamente per Prudente e Dinamico) del patrimonio in gestione anche in assenza del rating minimo di cui sopra; inoltre, è ammesso l'investimento in titoli corporate aventi rating inferiore all'investment grade entro il limite massimo del 15% e 5% (rispettivamente per Prudente e Dinamico) del valore di mercato del portafoglio. In ogni

caso, i titoli di debito emessi da Stati, da organismi sovranazionali ed i corporate aventi rating inferiore all'investment grade non possono eccedere complessivamente il 15% e 7% (rispettivamente per Prudente e Dinamico) del valore di mercato del portafoglio, e il rating minimo (assegnato da almeno una delle tre Agenzie individuate sopra) non potrà comunque risultare inferiore a B- (S&P, Fitch), a B3 (Moody's) o a BBB Low (DBRS). È ammessa la permanenza nel portafoglio di titoli per i quali il rating successivamente all'acquisto si riduca al di sotto del già menzionato limite; tali titoli non possono eccedere complessivamente il 2% del valore di mercato del portafoglio.

Il controllo del rispetto dei limiti è affidato istituzionalmente al Depositario;

- b) gli strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione potranno essere acquistati esclusivamente con riferimento alle tranche *senior* aventi *rating* almeno pari a A (S&P, Fitch), A2 (Moody's) o BBB

Il controllo del rispetto dei limiti è affidato istituzionalmente al Depositario;

- c) i gestori eseguono gli investimenti/disinvestimenti operando con controparti di mercato di primaria importanza il cui elenco è comunicato al Fondo.

- d) il *turnover* di portafoglio viene definito con riferimento alla situazione ordinaria dei mercati. Il controllo sul rispetto dei limiti viene effettuato dal **Fondo** stesso con cadenza mensile.

Il gestore deve operare con la massima diligenza in modo da limitare il *turnover* del portafoglio e i costi di negoziazione gravanti sul **Fondo**.

La Funzione Finanza effettua il monitoraggio del *turnover* osservando in particolare i seguenti fenomeni:

- il tasso di *turnover* si discosta in modo significativo dal livello della media storica dello stesso;
- il tasso di *turnover* annuo supera la soglia di:
 - Garantito:200%
 - Prudente: 200%
 - Dinamico:150%

La Funzione Finanza nei casi in cui rilevi elementi anomali rispetto a quanto indicato valuta gli interventi da effettuare e richiede al gestore eventuale documentazione che illustri le ragioni degli scostamenti

Per alcuni strumenti, in considerazione della loro specificità, il **Fondo** definisce regole comportamentali e operative *ad hoc*:

- il **Fondo** ha stabilito che l'utilizzo di quote di OICR debba mantenersi entro il limite massimo del 45% delle risorse in gestione, per il comparto Prudente e fino al 100% per il Dinamico. Si ritiene che tale misura possa garantire al gestore le finalità individuate dal **Fondo** per tali tipologie di strumenti, ovvero:
 - assicurare una efficiente gestione del portafoglio tramite una adeguata diversificazione del rischio;
 - utilizzo strettamente limitato ad *asset class* a cui siano destinate risorse patrimoniali non sufficienti a garantire una efficiente gestione.

In tal senso, il **Fondo** ha approfondito gli eventuali impatti sui singoli mandati di gestione formalizzando tali aspetti nelle convenzioni di gestione. Il **Fondo** ha inoltre stabilito che l'utilizzo di quote di OICR nell'ambito della gestione debba essere subordinato a una serie di vincoli che attengono sia alla definizione della struttura della gestione stessa che all'esigenza di non allentare i presidi di controllo sulla globalità del portafoglio gestito. In primo luogo, gli OICR devono rientrare nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE (c.d. UCITS IV – fondi armonizzati), poiché il **Fondo** riconosce nelle regole sottostanti questa categoria di strumenti una logica di tutela dell'investitore maggiormente in linea con gli obiettivi del **Fondo** stesso. In ogni caso, gli OICR possono essere utilizzati solo a condizione:

- che i programmi e i limiti di investimento di ogni OICR siano compatibili con quelli delle linee di indirizzo della gestione;
- che il gestore si impegni - con cadenza mensile e data di riferimento fine mese, e ogni qual volta ne sia fatta richiesta dal **Fondo** - a fornire una certificazione attestante il rispetto di tutti i limiti stabiliti dalla legge, dai regolamenti e dalla convenzione.

Dal punto di vista formale l'autorizzazione all'utilizzo dell'OICR compete al Depositario la quale dovrà asseverare la compatibilità dei programmi e dei limiti di investimento di ogni OICR con quelli delle linee di indirizzo della gestione; la verifica di tale compatibilità dovrà essere preventivamente effettuata dal Depositario ed il gestore potrà utilizzare solo gli OICR espressamente autorizzati da quest'ultima. L'autorizzazione ad operare è inoltre subordinata alla sottoscrizione dell'impegno da parte del gestore a rispettare gli obblighi informativi previsti dalle convenzioni. Nello specifico, il gestore si impegna esplicitamente a fornire la composizione dettagliata degli OICR utilizzati secondo un tracciato concordato con il **Fondo**. Tale obbligo si ritiene assolto solo nel caso in cui il gestore utilizzi correttamente tale tracciato e che le informazioni fornite siano sufficienti per la ricostruzione dell'esposizione riferita allo specifico portafoglio entro il quale sono utilizzati. Sul **Fondo Pensione** non vengono fatte gravare commissioni di gestione, spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla

sottoscrizione e al rimborso delle parti di OICR acquisiti, che siano istituiti e/o gestiti da società del gruppo di appartenenza del gestore, né altre forme di commissioni aggiuntive rispetto a quanto stabilito dalla convenzione;

- per quanto riguarda i derivati: opzioni e contratti *futures* su indici azionari, titoli di stato e tassi di interesse possono essere utilizzati unicamente nei limiti previsti per i titoli sottostanti a condizione che siano utilizzati con il solo scopo di assicurare una efficiente gestione del portafoglio tenendo conto che i derivati non possono generare una esposizione al rischio finanziario superiore a quella risultante dall'operatività a pronti degli strumenti finanziari sottostanti il contratto derivato. Sono inoltre ammesse le operazioni pronti contro termine, *interest rate swap*, *basis swap* e *currency swap* con controparti primarie e *forward*.

Il controllo complessivo sulle operazioni in derivati è affidato istituzionalmente al Depositario.

Con riferimento al **Comparto** Garantito, le cui tipicità sono già state esposte (previsione che il gestore riconosca una garanzia sul capitale versato), si riportano, di seguito le caratteristiche individuate:

- il gestore opera con un obiettivo di rendimento, senza un *benchmark* di riferimento nel rispetto di un limite di rischio (c.d. *budget* di rischio) basato sulla statistica della volatilità rolling annualizzata dei rendimenti settimanali da contenere entro il limite del 4,0%. Gli investimenti sono finalizzati a ottenere rendimenti comparabili al tasso di rivalutazione del TFR.
- le risorse devono essere investite in strumenti finanziari, anche derivati, di natura azionaria e di natura obbligazionaria. Il gestore ha la possibilità, rispetto al parametro di riferimento, di variare la proporzione delle *asset class* secondo i seguenti parametri: la quota investita sui mercati azionari non può essere superiore al 10%, mentre la quota investita sui mercati obbligazionari può raggiungere il 100%. Il gestore, inoltre, avrà cura di rispettare i seguenti limiti:
 - i valori mobiliari di natura obbligazionaria all'atto dell'acquisizione e per l'intera permanenza in portafoglio devono godere di una valutazione di merito creditizio come valutato dalle Agenzie S&P e Moody's, almeno pari rispettivamente a BBB- e Baa3. Qualora il *rating* di uno strumento di debito si riduca, dopo l'acquisto, al di sotto dei limiti sopra indicati, il gestore deve informare il **Fondo**, fornendo la propria analisi tecnico-qualitativa sullo stato di solvibilità dell'emittente e l'adeguatezza dello stesso alle linee di indirizzo del **DPI**. Il **Fondo** e il gestore valuteranno le azioni da intraprendere con riferimento agli interessi del **Fondo** non oltre i 30 giorni successivi o entro il termine convenuto se diverso. È ammessa la sottoscrizione di titoli anche qualora presentino il *rating* di una sola delle due agenzie indicate;
 - è consentito detenere titoli obbligazionari "*non investment grade*", ovvero con *rating* inferiore a BBB- o Baa3 come valutato dalle Agenzie *S&P*, *Moody's* o corrispondenti di altre agenzie di rating nei limiti del 10% delle risorse in gestione. Nel caso di OICR obbligazionari tale *rating* minimo deve intendersi come rating medio dell'OICR;
 - con riferimento ai limiti di rating di cui ai punti precedenti, in caso di assenza di *rating* del titolo si fa riferimento al rating dell'emittente. In ogni caso il gestore deve evitare un uso automatico o meccanicistico del rating, tale da determinare lo smobilizzo di un titolo per il solo effetto del sopravvenuto declassamento del relativo rating;
 - è consentito detenere strumenti di debito di Paesi non appartenenti all'OCSE denominati in euro o dollari USA fino ad un massimo del 10%;
 - i titoli di debito "*corporate*" o OICR che investono in titoli debito "*corporate*", non devono superare il 30% delle risorse affidate in gestione; l'esposizione massima per singolo emittente corporate non può superare il massimo fra il 2% delle risorse in gestione e il lotto minimo acquistabile per la singola emissione. Per "*corporate*" si intendono tutti i titoli diversi dai governativi, emessi da enti sovranazionali e da agenzie; sono esclusi titoli di debito societario convertibili, ibridi, titoli di debito derivanti da operazioni di cartolarizzazione (es. *MBS* o *ABS* o *CoCos*) e titoli di debito *corporate* con grado di subordinazione superiore al "*Tier2*", mentre per quelli assicurativi non inferiore a *junior subordinated*. È esplicitamente esclusa la detenzione di titoli con gradi di subordinazione ulteriori (non sono ammessi *Upper Tier2*);
 - gli investimenti in strumenti ibridi di emittenti non finanziari e i titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione unitamente ai subordinati di emittenti finanziari sono ammessi entro il limite massimo complessivo del 10% del valore di mercato del portafoglio;
 - gli strumenti azionari di emittenti di Paesi Emergenti, possono avere un peso massimo del 5% del valore di mercato del portafoglio;
 - i titoli di capitale sono ammessi entro un limite massimo del 10%;
 - il gestore esegue gli investimenti e i disinvestimenti operando con controparti di mercato di primaria importanza.

È inoltre consentito acquisire:

- a) quote di OICR rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE, ivi inclusi quelli istituiti da imprese del Gruppo di appartenenza del Gestore, entro il limite massimo del 30% del valore di mercato del portafoglio, a condizione:
- che tali strumenti siano utilizzati al fine di assicurare una efficiente gestione del portafoglio tramite una adeguata diversificazione del rischio;
 - che il loro utilizzo sia strettamente limitato ad *asset class* a cui siano destinate risorse patrimoniali non sufficienti a garantire un'efficiente gestione;
 - che i programmi e i limiti di investimento di ogni OICR siano compatibili con quelli delle linee di indirizzo della gestione; la verifica di tale compatibilità dovrà essere preventivamente effettuata dal Depositario ed il Gestore potrà utilizzare solo gli OICR espressamente autorizzati da quest'ultima;
 - che il gestore si impegni, con cadenza mensile, a trasmettere l'elenco degli strumenti finanziari che compongono ogni OICR ed il relativo peso, secondo un formato elettronico indicato dal **Fondo**;
 - Qualora l'investimento riguardi OICR istituiti dal gestore o da società del suo gruppo, sul **Fondo Pensione** non vengono fatte gravare commissioni di gestione, spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle parti di OICR acquisiti, né altre forme di commissioni aggiuntive;
- b) contratti *futures* su indici azionari, titoli di stato e tassi d'interesse unicamente nel rispetto dei limiti previsti per gli attivi sottostanti a condizione che siano utilizzati al fine di assicurare un'efficiente gestione del portafoglio o con finalità di copertura;
- c) operazioni di pronti contro termine, contratti a termine su valute (*forward*) con controparti di mercato di primaria importanza. Nel caso di utilizzo di operazioni pronti contro termine, il sottostante deve essere costituito da titoli di Stato.

Il **Fondo** assegna al gestore la politica del cambio come ulteriore elemento per creare valore aggiunto al portafoglio. Il gestore deve valutare il grado di eventuale copertura in funzione dei movimenti del tasso di cambio tra l'euro e le altre valute presenti in portafoglio e tiene comunque conto del limite all'esposizione valutaria, pari al 10% delle disponibilità complessive, fissato dall'articolo 5, comma 6 del DM MEF n. 166/2014.

Sono da ultimo definiti gli obblighi informativi a carico di tutti i gestori attivi sui **Comparti**. Essi assolvono ad una duplice funzione: da una parte aumentare il grado di conoscenza sulle diverse componenti della gestione e, dall'altra, sottolineare l'attenzione che il **Fondo** riserva alle variabili oggetto di obbligo informativo.

Con riferimento ai singoli strumenti gli obblighi informativi operanti sono i seguenti:

- rendiconto dell'attività svolta secondo i criteri e le modalità fissate con delibera della Commissione di Vigilanza;
- le operazioni effettuate in conflitto di interessi o le altre situazioni di conflitto rilevanti ai sensi dell'articolo 7 del **Decreto**;
- per la componente costituita da derivati (opzioni su valuta e *forward*) con cadenza mensile il gestore fornisce al **Fondo** la verifica del rispetto del vincolo di leva finanziaria comprensivo del calcolo avvenuto su base giornaliera;
- per le operazioni effettuate *over the counter* (di seguito anche "**OTC**") e sulla base del regolamento 648/2012 sui derivati **OTC** adottato dall'*European Markets Infrastructure Regulation* (di seguito anche "**Regolamento EMIR**") il gestore comunica mensilmente la numerosità delle operazioni in derivati **OTC** che sono rimaste non confermate per oltre 5 giorni lavorativi ed eventuali controversie relative ai contratti derivati **OTC**, alla loro valutazione, allo scambio di garanzie reali che vertono su un importo o un valore superiore a 15 milioni di euro che sono rimaste pendenti per almeno 15 giorni lavorativi;
- per la componente illiquida del portafoglio il gestore è tenuto a fornire con cadenza mensile una informativa contenente:
 - l'elenco dei titoli non quotati o illiquidi negoziati nel mese di riferimento nonché la seguente segnalazione quantitativa, tratta da *Bloomberg*:
 - per le azioni, le statistiche sui volumi medi degli ultimi giorni, il derivato numero di giorni per liquidare la posizione senza superare una data percentuale del volume giornaliero, lo *spread bid-ask*;
 - per le obbligazioni, lo *spread bid-ask* per la data puntuale di fine mese.

CONTROPARTI DI NEGOZIAZIONE

Un'attenzione particolare all'operatività dei gestori viene dedicata alla scelta delle controparti con riferimento sia al profilo dei conflitti d'interesse sia alla solvibilità delle stesse che ai costi applicati.

Nell'ambito della gestione dei conflitti d'interessi, il **Fondo** riceve ed effettua una valutazione della *policy* per la gestione dei conflitti di interesse fornita da ciascun gestore, in particolare la sezione dedicata alla scelta delle controparti contrattuali. Questa attività permette al Fondo di osservare con particolare

attenzione l'incidenza dei costi "indiretti" a carico degli **Iscritti** che gravano sul rendimento finanziario del **Comparto**.

Per quanto riguarda la negoziazione in strumenti finanziari derivati, il **Fondo** richiede che i gestori siano *compliant* con il **Regolamento EMIR** e che le transazioni in derivati siano sempre compensate tramite controparte centrale centralizzata.

CONFLITTI DI INTERESSE

La tematica è appositamente disciplinata nel "Documento sulla gestione dei conflitti d'interesse" approvato dal **CdA** del **Fondo** (ultimo aggiornamento in data 4 ottobre 2021) e successivamente aggiornato.

Relativamente al caso specifico di utilizzo di OICR, è data possibilità ai gestori di utilizzare fondi istituiti dalla società gestione stessa, ovvero da altre società del gruppo, in considerazione delle limitazioni che sono state definite per l'utilizzo di tali strumenti e solo nel caso di OICR per i quali i gestori siano in grado di fornire il *set* informativo richiesto ai fini del controllo del rischio.

In aggiunta a quanto previsto dal documento citato, si rileva comunque che le specifiche previsioni sul divieto della doppia commissione, così come la verifica del massimo utilizzo, consentono di limitare l'emergere di potenziali conflitti di interesse.

Le stesse considerazioni trovano applicazione nel caso di eventuale investimento in strumenti alternativi mentre, per quanto riguarda, i derivati si applicano le previsioni indicate in tema di controparti.

Particolare attenzione al tema del conflitto d'interesse viene posta nel caso in cui il gestore sottoscriva strumenti emessi dal gestore stesso (o dal gruppo di cui fa parte).

L'adeguatezza dei presidi e del processo d'investimento stabiliti dalla SGR è centrale per la corretta gestione di potenziali situazioni in conflitto d'interesse.

INVESTIMENTI SOCIALMENTE RESPONSABILI

Per quanto riguarda le politiche sugli investimenti socialmente responsabili, si precisa che, attesa la modalità gestionale adottata – che prevede la delega di gestione a operatori abilitati ai sensi della normativa vigente, a cui è demandata l'implementazione della politica di investimento –, il Fondo non ha integrato direttamente i rischi di sostenibilità nelle proprie decisioni d'investimento.

Tuttavia, tali rischi vengono verificati e gestiti con riferimento:

- al Fondo stesso quale organizzazione, per gli effetti che i fattori ambientali, sociali e di governo societario (ESG) possono determinare sui processi, l'organizzazione e la struttura con particolare riferimento ai rischi a cui lo stesso è esposto;
- al processo di investimento, con riferimento agli effetti che la non rispondenza alle *best practice* in tema di sostenibilità da parte delle società che emettono strumenti finanziari può determinare sui valori dei titoli in cui è investito il portafoglio, nonché, in senso più lato, sulla reputazione del Fondo.

Il Fondo ha pertanto deciso di mitigare gli eventuali impatti negativi sul valore del portafoglio attraverso un monitoraggio *ex post* mediante il quale valuta la "qualità" dei singoli emittenti dei titoli acquisiti dai Gestori rispetto ai fattori ESG.

Tale valutazione viene compiuta sulla singola emissione e la composizione di queste valutazioni concorre a determinare una notazione media del portafoglio di ciascun comparto. Coerentemente con l'attenzione posta a questa tematica, il Fondo ha deliberato di:

- vincolare i Gestori a tenere in considerazione i fattori ESG nell'ambito della selezione degli investimenti;
- effettuare una valutazione *ex post* della composizione del portafoglio, riguardante sia il portafoglio complessivo di ogni comparto, sia le singole posizioni.

Attraverso questa impostazione 'a due stadi' il Fondo adotta una mitigazione del rischio complessivo nonché di quello legato alla singola esposizione che presenti caratteri di criticità.

Inoltre, i rischi cd "ESG" sono specifico oggetto della Politica di gestione dei rischi del Fondo Pensione, che, sulla base della metodologia ivi descritta, valuta annualmente l'esposizione dei portafogli dei comparti ai rischi di sostenibilità verificando che l'esposizione non sia mai al di sotto della predefinita soglia di attenzione; la medesima valutazione viene condotta, oltre che per comparto, anche per singolo mandato.

Per ulteriori dettagli si rinvia alla comunicazione sulle *Informazioni circa le politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti e Appendice "Informativa sulla sostenibilità"* previsto dal Regolamento (UE) 2019/2088 e pubblicata sul sito istituzionale del Fondo.

ESERCIZIO DEI DIRITTI DI VOTO

Per quanto riguarda la gestione indiretta, al momento il **Fondo** non ha definito una *policy* per l'esercizio del diritto di voto connesso agli strumenti detenuti in portafoglio. Il **Fondo** ha valutato che l'esercizio di tale facoltà debba essere subordinato alla costruzione di un *set* informativo continuativo e alla elaborazione di linee guida atte a indirizzare le singole materie il voto.

Ciò nonostante, in prospettiva il **Fondo** attribuisce rilevanza a questa facoltà e per questa ragione ha optato in tutti i mandati per una formulazione della convenzione tesa ad evitare ogni limitazione alla possibilità di esercitare i diritti di voto del **Fondo** stesso.

Il **Fondo** si riserva di riesaminare l'intera materia in futuro in considerazione dell'evoluzione della discussione all'interno del settore.

Per maggiori dettagli in merito alle motivazioni per le quali il **Fondo** ha ritenuto di non adottare una *policy* per l'esercizio del diritto di voto si rimanda al "[Documento sulla Politica di Impegno](#)" disponibile sul sito-web del Fondo al seguente link: <http://www.fondemain.it/resource/documenti-fondo>

CARATTERISTICHE DEI MANDATI

Le tabelle che seguono forniscono un dettaglio dei vincoli operativi previsti nei mandati attribuiti in gestione indiretta.

CARATTERISTICHE DEL MANDATO DEL GARANTITO

La tabella seguente sintetizza i valori quantitativi dei vincoli i cui criteri identificativi sono stati descritti nei precedenti paragrafi. Quanto evidenziato ricalca le previsioni già inserite all'interno della convenzione con il gestore.

GARANTITO		
Tipologia limite	Min	Max
TITOLI DI CAPITALE PAESI OCSE	0,00%	10,00%
TITOLI DI CAPITALE PAESI EX OCSE	0,00%	5,00%
UTILIZZO OICR	0,00%	30,00%
TITOLI DI DEBITO	0,00%	100,00%
TITOLI CORPORATE	0,00%	30,00%
TITOLI DI DEBITO PAESI EX OCSE	0,00%	10,00%
CARTOLARIZZAZIONI		
TITOLI CORPORATE SUBORDINATI DI EMITTENTI FINANZIARI	0,00%	10,00%
TITOLI IBRIDI		
ESPOSIZIONE IN DIVISA EXTRA EURO	0,00%	10,00%

CARATTERISTICHE DEL MANDATO DEL PRUDENTE

La tabella seguente riporta la composizione del benchmark del comparto Prudente, che viene utilizzato per definire l'**AAS** e per la verifica dei risultati conseguiti dal gestore. La data di decorrenza è quella di avvio delle convenzioni con i gestori.

PRUDENTE			
Asset class	Parametro di riferimento	Peso % all'interno del mandato	Decorrenza
Azionario globale	MSCI All Countries	30%	01/02/2023
Titoli di Stato area Euro 1-3 anni	Bloomberg Euro Aggregate Government 1-3 year Total Return Index	10%	01/02/2023
Titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate IG	Bloomberg Global Aggregate Total Return Index value hedged EUR	50%	01/02/2023
Titoli di Stato e obbligazioni Global Aggregate HY	Bloomberg Global High Yield Total Return Index value hedged EUR	10%	01/02/2023

La tabella seguente sintetizza i valori quantitativi dei vincoli i cui criteri identificativi sono stati descritti nei precedenti paragrafi e validi per i gestori di asset class tradizionali attivi all'interno del Prudente.

PRUDENTE		
Tipologia limite	Min	Max
TITOLI DI CAPITALE	20,00%	40,00%
TITOLI DI CAPITALE PAESI EMERGENTI	0,00%	5,00%
UTILIZZO OICR	0,00%	45,00%
TITOLI DI DEBITO	60,00%	80,00%
TITOLI GOVERNATIVI EMERGING MARKETS HARD CURRENCIES	0,00%	10,00%
TITOLI DI DEBITO CORPORATE	0,00%	35,00%
TITOLI DI DEBITO CORPORATE CON RATING INFERIORE INVESTMENT GRADE	0,00%	15,00%
CARTOLARIZZAZIONI	0,00%	10,00%
ESPOSIZIONE IN DIVISA EXTRA EURO	0,00%	30,00%
TITOLI CON TAGIN INFERIORE A INVESTMENT GRA+ GOVERNATIVI EMERGING MARKETS HARD CURRENCIES	0,00%	15,00%

CARATTERISTICHE DEL MANDATO DEL DINAMICO

La tabella seguente riporta la composizione del benchmark del comparto Dinamico, che viene utilizzato per definire l'AAS e per la verifica dei risultati conseguiti dal gestore. La data di decorrenza è quella di avvio delle convenzioni con i gestori.

DINAMICO			
Asset class	Parametro di riferimento	Peso % all'interno del mandato	Decorrenza
Azionario mercati sviluppati (hedged)	MSCI World 100% hedged to EUR Total Return Index	30%	01/02/2023
Azionario mercati sviluppati	MSCI World Total Return Index	24%	01/02/2023
Azionario mercati emergenti	MSCI Emerging Markets Total Return Index	6%	01/02/2023
Titoli di Stato globali	Bloomberg Global Treasury Total Return Index value hedged EUR	40%	01/02/2023

La tavola seguente sintetizza i valori quantitativi dei vincoli i cui criteri identificativi sono stati descritti nei precedenti paragrafi e validi per i gestori di asset class tradizionali attivi all'interno del Dinamico.

DINAMICO		
Tipologia limite	Min	Max
TITOLI DI CAPITALE	30,00%	70,00%
TITOLI DI CAPITALE PAESI EMERGENTI	0,00%	10,00%
UTILIZZO OICR	0,00%	100,00%
TITOLI DI DEBITO	30,00%	70,00%
TITOLI GOVERNATIVI EMERGING MARKETS HARD CURRENCIES	0,00%	5,00%
TITOLI DI DEBITO CORPORATE	0,00%	10,00%
TITOLI DI DEBITO CORPORATE CON RATING INFERIORE INVESTMENT GRADE	0,00%	5,00%
CARTOLARIZZAZIONI	0,00%	5,00%
ESPOSIZIONE IN DIVISA EXTRA EURO	0,00%	30,00%
TITOLI CON RATING INFERIORE A INVESTMENT GRADE + GOVERNATIVI EMERGING MARKETS HARD CURRENCIES	0,00%	7,00%

DURATA DEI MANDATI DI GESTIONE

Le convenzioni di gestione dei mandati dei comparti Prudente e Dinamico hanno una durata di 3 anni a partire dal 1° febbraio 2023 con possibilità di rinnovo per ulteriori tre anni.

La convenzione di gestione del comparto Garantito ha una durata di 6 anni a partire dal 1° gennaio 2023. Il **CdA** ha valutato tale durata come adeguata per consentire una programmazione efficace nella gestione del patrimonio.

Il **Fondo**, alla prima scadenza triennale delle convenzioni dei comparti Prudente e Dinamico, valuterà i risultati ottenuti dal singolo gestore; tale valutazione dovrà essere compiuta su tutti gli elementi qualitativi e quantitativi della gestione in modo da comporre un giudizio esaustivo sulla creazione di valore aggiunto determinata dal singolo gestore. In base a queste valutazioni e con un'esplicita deliberazione, il **CdA** potrà rinnovare la convenzione ad uno o più gestori. Qualora si deliberasse a favore della sostituzione di uno o più gestori, con avvio delle relative procedure di gara, per evitare periodi di interruzione nella gestione potranno essere concordati periodi di prolungamento tecnici delle gestioni.

STRUTTURA COMMISSIONALE

Il **Fondo** ha optato per la definizione di una struttura commissionale basata su un'aliquota fissa in relazione ai diversi **Comparti**, che viene riconosciuta ai gestori su base trimestrale; non viene prevista una commissione di *performance*.

Particolare attenzione, anche all'interno delle convenzioni di gestione, verrà dedicata alla definizione, dove possibile, dei limiti che i costi di transazione (oneri gravanti sulle singole operazioni di acquisto/vendita) potranno raggiungere. Un elemento, quest'ultimo, di non secondaria importanza in quanto incide, indirettamente, sulla *performance* complessiva del mandato.

SEZIONE III
MODIFICHE APPORTATE AL DPI NELL'ULTIMO TRIENNIO

MODIFICHE APPORTATE

Si descrivono di seguito le modifiche apportate al presente Documento.

Data	Aspetti del Documento oggetto di modifica	Descrizione sintetica della modifica apportata
20/12/2022	Documento nella sua interezza	Revisione triennale del documento
28/03/2023	Limiti e vincoli gestionali per la gestione indiretta. Caratteristiche dei mandati.	Correzione di alcuni refusi e incongruenze
	Investimenti socialmente responsabili.	Revisione del paragrafo