

La moderna teoria di portafoglio ci aiuta a capire *come* investire, cioè come allocare le risorse finanziarie tra *asset* diversi tra di loro, in modo da ottenere il rapporto desiderato tra rischio e rendimento. Tuttavia, per un fondo pensione negoziale è molto importante riflettere su *che cosa* mettere in portafoglio, proprio per adempiere completamente alla propria funzione.

Per un fondo pensione, invece, il risparmio è essenzialmente un *flusso*, visto che è il risultato di un piano di accumulo progressivo che può interrompersi qualora l'iscritto resti disoccupato. Questa constatazione spiega perché i fondi pensione debbano attenersi a una prospettiva

che cosa mettere in portafoglio; perché gli investimenti non sono mai neutri, come sembra acquisito anche tra i cultori della sostenibilità e degli standard etici; non basta valutarli in base al rendimento atteso ma bisogna considerare anche l'effetto propulsivo che la scelta d'investimento

avvenne. Si trattò, però, del tipo di investimento che un fondo pensione dovrebbe evitare. Perché, anche se frutta, non getta seme; non fa circolare i redditi. Si pensi, se invece di comprare dei quadri si fosse finanziata l'edificazione di un museo dove quei quadri avrebbero potuto esser

PERCHÉ INVESTIRE nella CRESCITA

Le necessità dell'economia, in cui vivono iscritti e lavoratori, impongono alla gestione dei fondi pensione di temperare un approccio troppo prudente. Individuare cosa e come investire significa oggi sapere osare di più, cogliendo tutte le opportunità di una fase che chiede sostegno allo sviluppo

di **MICHELE TRONCONI**
presidente di Assofondipensione

Siamo soliti ritenere che il compito di chi gestisce il risparmio sia quello di assicurare l'integrità del capitale nel tempo, cioè difendendolo dal processo inflattivo, facendolo poi crescere anche in termini reali grazie a buoni frutti, come sono gli interessi, i dividendi e i *capital gain*. In questa ottica, però, il risparmio appare come qualcosa che si è già costituito, cioè come uno *stock*, che va difeso e fatto fruttare.

duplice, anche nella selezione degli investimenti; perché come missione principale hanno quella di sostenere il futuro pensionistico degli iscritti, ma in subordine devono favorire il presente dell'economia reale che dà lavoro agli iscritti, affinché possano continuare ad accantonare risparmio previdenziale. È questa seconda prospettiva che deve essere considerata nel decidere

produce *da subito* sul sistema economico.

No alle politiche neutrali

Per semplificare basta un esempio. Negli anni settanta un Fondo pensione britannico investì in quadri e in oggetti d'arte, puntando sull'aumento delle loro quotazioni, cosa che puntualmente

visti da tutti; si pensi al lavoro che sarebbe stato necessario per realizzare l'opera e a come i costi sostenuti si sarebbero trasformati in ricavi per fornitori e salari per i lavoratori, alimentando i consumi, con il loro tipico effetto moltiplicativo. Non solo gli investimenti non sono mai neutri,



ma un fondo pensione non può essere neutrale di fronte alle necessità dell'economia in cui vivono e lavorano i propri iscritti. Ecco perché oggi è necessario riorientare le nostre politiche d'investimento, dalla prudenza alla crescita.

Sì alla prudenza, ma...

Certo c'è un problema, perché gli investimenti di cui stiamo parlando stanno spesso al di fuori del perimetro tradizionale dei *bond* e dell'*equity* quotati su mercati regolamentati, che permettono una valutazione al *fair value* e assicurano la loro pronta liquidabilità. Proprio perché si tratta di *altro* si parla di investimenti alternativi, che hanno

dalla loro parte, sia pregi sia difetti. I difetti, in un certo senso, li abbiamo appena richiamati: scarsa liquidità e difficoltà nella determinazione del loro valore corrente, durante il periodo d'investimento. I punti di forza, invece, oltre all'impatto sull'economia reale, stanno nel fatto che spesso offrono rendimenti stabili nel tempo, indipendentemente dai *trend* di mercato. Cosa, questa, che favorisce la decorrelazione con gli altri asset presenti in portafoglio. È del tutto evidente che non si possa pensare che i fondi pensione si sbilancino troppo su questo versante. Visti i risultati incoraggianti delle gestioni di questi ultimi anni, non è che la pru-

denza vada abbandonata, ma solo temperata.

Va altresì tenuto presente che nel corso del 2015 i rendimenti delle gestioni stanno subendo arretramenti rispetto ai valori conseguiti nel 2014. I motivi sono noti e riempiono le pagine dei giornali economici. In tale contesto la prudenza eccessiva può addirittura risultare controproducente. Tant'è che nella gestione dei comparti obbligazionari puri o in quelli garantiti, dove solitamente si fa il pieno di titoli di Stato, oggi si corre il rischio di intaccare l'integrità del capitale e molti operatori ritengono opportuno ricorrere momentaneamente all'*equity* per un 10/15% del portafoglio. In altre parole, ci troviamo in una fase in cui per forza di cose dobbiamo osare di più. Soprattutto, dobbiamo usare una maggiore quota del risparmio previdenziale a favore di quei settori dell'economia del nostro Paese che non riescono a ricevere neanche una minima frazione dell'ingente liquidità immessa dalla **Bce** con il suo *Quantitative easing*. Si tratta di un perimetro ben identificato dal decreto del Mef datato 19 giugno 2015, riportante i criteri per beneficiare di un credito d'imposta fino a 80 milioni di euro all'anno, proprio nel caso

che i fondi pensione e le casse di previdenza investano nell'economia reale.

Riaprire il dialogo con il Governo

L'ulteriore problema che resta da risolvere, dopo aver deciso che cosa, torna al come. Non si tratta solo di ridisegnare l'*asset allocation* ma di costruire i veicoli opportuni con cui operare. Perché la legislazione che regola i fondi pensione negoziali prevede che la gestione diretta degli investimenti alternativi avvenga sempre attraverso l'interposizione di un fondo chiuso dedicato. È proprio a tal proposito che si potrebbe rianodare i fili del dialogo col Governo. Un dialogo già avviato un anno fa, su impulso del ministro **Pier Carlo Padoan**, ma poi interrottosi a causa dei troppi interventi spot a discapito del secondo pilastro previdenziale; dal flop del Tfr in busta paga, al rialzo delle aliquote sui rendimenti, fino alla proposta nel *ddl Concorrenza*, poi emendata, di rendere portabile il contributo datoriale. Per dare avvio a un primo grande *Fondo per la crescita*, dedicato al mondo della previdenza, bisogna che il come e il che cosa tornino a stringersi la mano. **I**