

# Modello della Gestione del Patrimonio



ENTE NAZIONALE DI PREVIDENZA  
E ASSISTENZA **VETERINARI**

# Modello della Gestione del Patrimonio

## INDICE

MODELLO DELLA GESTIONE DEL PATRIMONIO .....	
<u>1.</u> Premessa e obiettivi del Modello.....	
<u>2.</u> Disposizioni comuni dei soggetti deputati allo svolgimento delle fasi del processo di gestione finanziaria. ....	
<u>3.</u> Le fasi del processo di gestione del Patrimonio.....	
<u>3.1</u> ANALISI ASSET/LIABILITY .....	
<u>3.1.1</u> Caratteristiche generali del modello Asset & Liability. ....	
<u>3.1.2</u> Utilizzo del modello Asset & Liability. ....	
<u>3.1.3</u> Ruolo del Consiglio di Amministrazione .....	
<u>3.1.4</u> Ruolo del soggetto terzo erogatore del servizio di Asset & Liability. ....	
<u>3.2</u> DEFINIZIONE DELLA POLITICA DI INVESTIMENTO .....	
<u>3.2.1</u> Criteri guida della politica di investimento.....	
<u>3.2.2</u> Ruolo del Consiglio di Amministrazione. ....	
<u>3.3</u> I PRINCIPI ALLA BASE DELLA SELEZIONE DEI PRODOTTI.....	
<u>3.3.1</u> Le scelte di asset allocation tattica.....	
<u>3.3.1.1</u> Disciplina dell'attività di asset allocation tattica .....	
<u>3.3.2</u> Selezione dei Gestori Mobiliari (gestioni, fondi e sicav).....	
<u>3.3.2.1</u> Predisposizione di un bando informale per la raccolta delle proposte dei gestori.....	
<u>3.3.2.2</u> Identificazione delle variabili discriminanti utilizzate per la selezione delle società di gestione.....	
<u>3.3.2.3</u> Predisposizione di un questionario per la raccolta delle informazioni dalle società di gestione.....	
<u>3.3.2.4</u> Costruzione di un modello di scoring .....	
<u>3.3.3</u> Selezione diretta di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, ecc....).....	
<u>3.3.4</u> Selezione degli Investimenti Immobiliari .....	
<u>3.3.5</u> Ruolo del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Esecutivo .....	
<u>3.3.6</u> Ruolo dei soggetti esterni possibili erogatori del servizio di selezione .....	
<u>3.4</u> MONITORAGGIO EX-POST DEI PRODOTTI IN PORTAFOGLIO.....	
<u>3.4.1</u> Il monitoraggio dei gestori .....	
<u>3.4.1.1</u> Criteri generali per il monitoraggio ex-post dei gestori.....	
<u>3.4.1.2</u> Criteri di sostituzione dei gestori .....	
<u>3.4.2</u> Il monitoraggio degli investimenti acquistati direttamente.....	
<u>3.4.2.1</u> Criteri generali per il monitoraggio degli investimenti diretti.....	
<u>3.4.3</u> Ruolo del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Esecutivo .....	
<u>3.4.4</u> Ruolo del soggetto/ soggetti esterno/i erogatori del servizio di monitoraggio.....	
<u>3.5</u> IL MONITORAGGIO COMPLESSIVO DEL PATRIMONIO .....	
<u>3.5.1</u> Criteri generali per il monitoraggio complessivo .....	

<u>3.5.2</u>	Ruolo del Consiglio di Amministrazione .....
<u>3.5.3</u>	Ruolo del soggetto esterno erogatore del servizio di valutazione della performance complessiva dell'Ente.....

# MODELLO DELLA GESTIONE DEL PATRIMONIO

## 1. Premessa e obiettivi del modello.

Il presente documento descrive e analizza le singole fasi del processo di gestione del portafoglio di investimento dell'Ente (di seguito anche "Patrimonio"): definizione degli obiettivi previdenziali e, conseguentemente, della politica degli investimenti, assunzione e controllo dei rischi, quantificazione e verifica dei risultati reddituali conseguiti. L'obiettivo perseguito è quello di delineare il corretto svolgimento delle fasi del processo, identificare i soggetti deputati al loro svolgimento, definire gli specifici compiti che devono essere svolti dalle diverse unità, nonché le procedure e le informazioni utilizzate dalle unità stesse. Il Modello della gestione del patrimonio dell'Ente (di seguito, anche "Modello"), comprese le modifiche di volta in volta apportate allo stesso, viene approvato e deliberato dal Consiglio di Amministrazione dell'Ente (di seguito anche "Ente").

## 2. Disposizioni comuni dei soggetti deputati allo svolgimento delle fasi del processo di gestione finanziaria.

I soggetti coinvolti, a vario titolo, nella gestione finanziaria dell'Ente sono:

- il **Consiglio di Amministrazione**, a cui compete – come specificato meglio di seguito – l'onere di assumere tutte le decisioni in materia di definizione ex ante degli obiettivi previdenziali dell'ente e dell'asset allocation strategica, ex post dei risultati reddituali conseguiti nel corso del tempo a livello complessivo di portafoglio dell'Ente. Al Consiglio di Amministrazione compete, l'approvazione del piano degli impieghi annuale, nonché del piano triennale degli investimenti immobiliari. Inoltre ha il compito di selezionare, secondo la procedura ad evidenza pubblica **l'advisor o gli advisors, che supportino tutta la struttura nello svolgimento delle fasi previste da questo Modello;**
- Il **Consiglio di Amministrazione** definisce, su proposta dell'Organismo Consultivo per gli investimenti immobiliari, con l'eventuale assistenza di un *advisor immobiliare*, nel rispetto dei criteri generali e dell'asset allocation strategica definita nell'ambito del modello di ALM, la composizione del portafoglio immobiliare (asset allocation immobiliare), secondo i criteri guida indicati nel Paragrafo 3.2.1. lettera b), provvedendo ad un aggiornamento con cadenza almeno triennale.
- il **Comitato Esecutivo**, al quale compete dare esecuzione all'impiego dei fondi secondo il piano degli investimenti approvato dal Consiglio di Amministrazione, nonché selezionare i gestori/prodotti relativamente al portafoglio sia mobiliare sia immobiliare, verificare il rispetto dei limiti di rischio e analizzare/valutare i risultati reddituali conseguiti nel corso del

tempo anche a livello di singolo prodotto/gestore/strumento mobiliare ovvero di immobile/veicolo di investimento immobiliare.

- **L'Organismo Consultivo per gli investimenti mobiliari e l'Organismo Consultivo per gli investimenti immobiliari** che, con un ruolo consultivo e propositivo, con il supporto tecnico dell'advisor per gli ambiti di specifica competenza (gli investimenti in strumenti finanziari di natura mobiliare, la prima, e gli investimenti immobiliari in forma diretta e finanziaria, la seconda), hanno il compito di presiedere tutto il processo di selezione dei gestori/prodotti/strumenti e di supportare il Comitato esecutivo nelle conseguenti decisioni da assumere, anche organizzando e sistematizzando i dati e le informazioni funzionali alla valutazione degli investimenti;
- la **Direzione Amministrazione (Area Finanza e Area Immobiliare)** che dovrà fungere da ufficio istruttore e di supporto per gli Organismi Consultivi, per il Comitato Esecutivo e per il Consiglio di Amministrazione e che dovrà predisporre le relazioni in ordine agli argomenti da sottoporre a deliberazione degli Organi competenti nonché i report da sottoporre periodicamente all'esame del Comitato Esecutivo, degli Organismi Consultivi e del Consiglio di Amministrazione.

### **3. Le fasi del processo di gestione del patrimonio**

Al fine di espletare una efficace gestione, l'Ente sviluppa un processo composto dalle fasi qui di seguito elencate:

- analisi Asset/Liability;
- definizione della politica di investimento;
- definizione del modello di selezione dei prodotti mobiliari ed immobiliari (questi ultimi in forma sia diretta sia finanziaria);
- monitoraggio ex-post dei singoli prodotti di investimento;
- monitoraggio ex-post del patrimonio complessivo.

Il compito del Modello è quello di delineare lo svolgimento delle fasi e di individuare i ruoli e i soggetti deputati allo svolgimento delle stesse.

#### **3.1. ANALISI ASSET/LIABILITY**

Le tecniche di asset-liability management (ALM) si inseriscono all'interno di un più ampio e sistematico processo di costruzione del portafoglio degli attivi della Cassa finalizzato a valutare la capienza del patrimonio investito ai fini della corresponsione delle prestazioni pensionistiche. Un modello ALM è, quindi, uno strumento gestionale che, attraverso la proiezione della futura consistenza delle attività e delle passività, consente di misurare l'impatto che mutamenti inattesi dei fattori di rischio cui l'Ente è esposto, possono avere sull'equilibrio finanziario e, soprattutto, permette di gestire in modo integrato attività (contributi che

alimentano il patrimonio) e passività (prestazioni pensionistiche), al fine di raggiungere un grado elevato di equilibrio minimizzando, così, il rischio di non riuscire a far fronte alle future prestazioni pensionistiche. Il modello ALM è, pertanto, uno strumento gestionale imprescindibile ai fini di una corretta traduzione degli obiettivi previdenziali in strategie di investimento. Il risultato finale dell'analisi asset/liability è rappresentato dall'identificazione di una strategia di investimento che, per caratteristiche di rendimento e rischio attesi, è ritenuta ottimale in termini di capacità di massimizzare la probabilità di equilibrio di lungo termine dell'Ente.

Grazie all'utilizzo di una modellistica ALM, le scelte in materia di investimento del patrimonio non vengono assunte in una logica "asset only", bensì vengono prese in una logica di gestione integrata dell'attivo e del passivo; in tal modo, l'aspetto centrale del processo di gestione finanziaria del portafoglio è rappresentato dalla valutazione dell'equilibrio finanziario, ovvero dall'analisi e dal monitoraggio periodico della capacità del patrimonio gestito di far fronte alle prestazioni pensionistiche.

### **3.1.1. Caratteristiche generali del modello Asset & Liability**

Come verrà chiarito di seguito (cfr. paragrafo 3.1.3), la Cassa si avvale di un soggetto terzo a cui è stato demandato il compito di sviluppare l'analisi ALM; pur esternalizzando il processo di sviluppo del modello ALM, l'Ente definisce i criteri generali ai quali il soggetto terzo deve attenersi nello sviluppo dell'analisi integrata attivo-passivo. Tali criteri generali, ritenuti imprescindibili per una corretta gestione dell'equilibrio patrimoniale, sono qui di seguito descritti:

- a) ai fini dello sviluppo del modello ALM, occorre procedere alla stima del valore di mercato dell'attivo e del passivo. Il primo si ricava dall'espressione a valori correnti degli asset detenuti in portafoglio. La valutazione delle proprietà immobiliari avviene per il tramite di stime peritali; la tipologia e la frequenza di stima sono funzione degli obiettivi conoscitivi desiderati. Per quanto riguarda il passivo, il suo valore di mercato deve essere stimato attualizzando - in corrispondenza della data in cui si effettua la valutazione - tutti i flussi di cassa che, in futuro, l'Ente sarà chiamato ad erogare in funzione dei diritti pensionistici già maturati o che matureranno da parte di ciascun aderente. Ai fini della dinamica degli iscritti ci si deve basare sulle medesime ipotesi prodotte in fase di Bilancio Tecnico.
- b) L'indicatore principe a cui è demandato il compito di quantificare l'equilibrio finanziario è rappresentato dal *funding ratio*, ovvero dal rapporto tra valore di mercato dell'attivo e valore di mercato del passivo. Il *funding ratio* è considerato imprescindibile in ragione della sua capacità di fornire un'informazione sintetica circa lo stato di patrimonializzazione dell'Ente. Attraverso un adeguato processo di simulazione tarato sulle specifiche caratteristiche della struttura di attivo e passivo è necessario ottenere delle

stime sui *funding ratio*; si rende necessario, infatti, ricostruire la dinamica del *funding ratio* atteso nel tempo sino alla data ipotetica ( $t_n$ ) di conclusione dell'operato della Cassa. Il portafoglio in asset class che funge da asset allocation strategica dell'Ente deve essere selezionato in modo da assicurare, su un orizzonte temporale di lungo termine (coerentemente con le rilevazioni richieste in sede di Bilancio Tecnico), un *funding ratio* non inferiore a 1,15.

- c) Nella ricostruzione dei flussi di cassa futuri gli input dovranno essere uniformati a quelli alla base della stesura del Bilancio Tecnico, così da produrre fonti informative tra loro coerenti. Inoltre, nella ricostruzione dei flussi si dovrà tenere conto di tutti gli eventi demografici rilevanti nella vita dell'individuo che incidono sulla dinamica delle erogazioni da parte dell'Ente. Per ciò che concerne le stime attuariali relative agli eventi di interesse della vita degli aderenti, esse dovranno essere estrapolate da fonti statistiche di comprovata robustezza e affidabilità, privilegiando, laddove disponibili, i dati ISTAT. Inoltre, in coerenza con una logica votata alla massima prudenza:
- in presenza di dati statistici tra loro eterogenei, andrà sempre privilegiata la fonte statistica che propone dati più pessimistici;
  - laddove, al fine di tenere in considerazione le peculiarità (di natura territoriale o di altra natura) della popolazione degli aderenti, si rendesse necessario apportare delle modifiche ai dati statistici pubblici, tali modifiche andranno sempre effettuate in una logica prudenziale.
- d) Il modello ALM deve incorporare un'analisi di *stress test* al fine di verificare la capacità di tenuta del livello di patrimonializzazione in situazioni particolarmente avverse dei fattori di rischio. L'analisi di *stress test* è finalizzata a verificare l'impatto che una variazione dei dati di input (finanziari e previdenziali) può produrre sul *funding ratio* a lungo termine. Gli scenari simulati devono essere almeno 1000 ed il portafoglio strategico identificato deve mostrare una probabilità almeno pari al 90% di conseguire un *funding ratio* pari o superiore all'unità.
- e) Il modello di ALM deve proporre, come output finale, una soluzione strategica di investimento del patrimonio (consistente in una puntuale indicazione del peso da attribuire alle singole asset class di investimento distinguendo tra dimensione monetaria, obbligazionaria, azionaria, investimenti alternativi e investimenti immobiliari) che, per caratteristiche di rendimento-rischio, risulti ottimale al fine di garantire appunto l'equilibrio attivo-passivo di lungo termine, subordinatamente alla necessità di mantenere il portafoglio su livelli di rischio considerati ragionevoli. A tal proposito, il peso attribuito alle classi di investimento considerate ad alto rischio (azionario, private equity, commodities, investimenti immobiliari *value added* e opportunistici) non deve in alcun modo superare il 30% del portafoglio.

- f) Nel caso in cui il modello ALM rilevi una situazione latente di disequilibrio tale per cui si reputi non esista alcuna soluzione di investimento ragionevole in grado di assicurare un funding ratio a lungo termine pari almeno a 1,15 e una probabilità pari ad almeno del 90% di soddisfare le uscite pensionistiche, occorre dare immediata evidenza del fenomeno, attivando un processo volto ad identificare le possibili leve da attivare allo scopo di ristabilire l'equilibrio.

### **3.1.2. Utilizzo del modello Asset & Liability.**

Il modello ALM è implementato secondo due distinte modalità:

- con cadenza triennale viene sviluppata un'analisi ALM finalizzata all'identificazione dell'asset allocation strategica valida per il successivo triennio;
- con cadenza annuale viene sviluppata un'analisi ALM, sulla base dell'asset allocation strategica in essere. Questa analisi è finalizzata a verificare la dinamica dello stato di equilibrio attivo-passivo; a tale scopo vengono ricalcolati: il funding ratio e l'analisi di stress test. Qualora i risultati dell'analisi evidenzino il superamento delle soglie di tolleranza già menzionate, viene attivato un processo di valutazione delle ragioni di questo superamento, finalizzata al recupero dell'equilibrio asset-liability.

### **3.1.3. Ruolo del Consiglio di Amministrazione**

Il Consiglio di Amministrazione:

- **seleziona** il soggetto esterno (persona fisica o giuridica) a cui è demandato il compito di sviluppare l'analisi integrata attivo-passivo (il modello ALM). Allo scopo di assicurare una comparazione temporale dei risultati viene garantita l'omogeneità delle analisi svolte nei diversi anni;
- **si impegna** ad inserire nel contratto privato che regola i rapporti con il soggetto esterno a cui è demandato lo sviluppo dell'analisi integrata attivo-passivo, tutte le clausole contrattuali necessarie per lo sviluppo di un modello ALM coerente con le "*Caratteristiche generali del modello Asset & Liability*" di cui al punto 3.1.1 del presente documento;
- **verifica** che il modello ALM sviluppato sia coerente con le "*Caratteristiche generali del modello Asset & Liability*" di cui al punto 3.1.1 del presente documento;
- **analizza** i risultati dell'analisi ALM, **verifica** lo stato di salute dell'Ente e **valuta** l'eventuale necessità di apportare modifiche strutturali alla gestione dell'Ente;
- **approva** gli eventuali interventi correttivi necessari allo scopo di accrescere l'equilibrio dell'Ente; tali correttivi possono consistere in una modifica della politica strategica di investimento del patrimonio oppure, nei casi di strutturale disequilibrio attivo-passivo, in interventi relativi alla politica di contribuzione e/o alla politica di erogazione delle pensioni;

- **verifica** l'esigenza di modificare/integrare le "*Caratteristiche generali del modello Asset & Liability*" di cui al punto 3.1.1 del presente documento.
- **approva** il piano degli impieghi annuale, coerentemente con l'asset allocation strategica, su proposta degli Organismi Consultivi (mobiliare ed immobiliare), coadiuvate dai consulenti esterni.

#### **3.1.4. Ruolo del soggetto terzo erogatore del servizio di Asset & Liability.**

Il soggetto esterno che svolge l'analisi di ALM:

- **si impegna** a predisporre un servizio ALM nel rispetto dei tempi definiti nella lettera di incarico del servizio e nel rispetto delle "*Caratteristiche generali del modello Asset & Liability*", di cui al punto 3.1.1 del presente documento;
- **redige** un elaborato che sintetizza i risultati dell'analisi ALM,
- **relaziona** al Consiglio di Amministrazione i risultati della analisi, ponendo particolare enfasi sullo stato di equilibrio di lungo termine della Cassa;
- **propone** al Consiglio di Amministrazione le eventuali azioni correttive utili allo scopo di accrescere la solidità finanziaria dell'Ente.

Il soggetto esterno che si occupa dell'analisi di ALM (*advisor* mobiliare) svolge una funzione di prima linea rispetto al consulente del patrimonio immobiliare dell'Ente (*advisor* immobiliare), che si trova quindi in una posizione subordinata. L'*advisor* di primo livello infatti sviluppa l'Asset Liability Management (ALM) e definisce l'Asset Allocation Strategica (AAS) per l'intero patrimonio dell'Ente, compresa la componente immobiliare. Lo stesso *advisor* di primo livello cura, per quanto ad esso delegato dall'Ente, l'attività di risk management relativamente all'intero patrimonio, acquisendo dati ed informazioni riferite al patrimonio immobiliare dall'Ente.

### **3.2. DEFINIZIONE DELLA POLITICA DI INVESTIMENTO**

Nel rispetto dell'analisi ALM e dell'asset allocation strategica pervenuta dall'"Analisi Asset/Liability" (cfr. paragrafo 3.1), l'Ente definisce una politica di investimento, ovvero una filosofia con la quale investire il patrimonio accumulato. Il presente Modello definisce i criteri guida che devono governare le scelte di investimento dell'Ente.

#### **3.2.1. Criteri guida della politica di investimento**

La politica di investimento viene sviluppata nel pieno rispetto dei criteri qui di seguito elencati.

- a) *Coerenza con l'asset allocation*: la scelta dei prodotti mobiliari e immobiliari nei quali investire il patrimonio deve essere fatta in modo da assicurare coerenza tra la composizione complessiva del patrimonio e l'asset allocation strategica deliberata. Nell'ipotesi in cui la composizione del patrimonio non

sia in linea con l'asset allocation, le scelte di investimento devono essere prese in modo da ridurre progressivamente il grado di eterogeneità. Allo scopo di verificare la coerenza tra il portafoglio investito e l'asset allocation deliberata, ogni singolo prodotto mobiliare e immobiliare deve essere obbligatoriamente mappato sulla base delle asset class delle quali si compone l'asset allocation strategica.

- b) L'investimento in immobili del patrimonio dell'Ente persegue un'adeguata diversificazione, tra l'altro, a livello di aree geografiche/geopolitiche e di tipologia immobiliare, con prevalente attenzione agli investimenti *core*, intendendosi per essi proprietà ovvero compendi immobiliari di grandi dimensioni ubicate in posizione primaria, rispetto al punto centrale relativo, in centri urbani maggiori, perfettamente funzionali e riflettenti la migliore destinazione d'uso, diretti o indiretti (ovvero in forma finanziaria), in coerenza con l'obiettivo dell'Ente di garantire l'equilibrio attivo-passivo di lungo termine e con la necessità di mantenere il portafoglio su livelli di rischio considerati ragionevoli.

Gli investimenti immobiliari, sia diretti sia in fondi immobiliari o veicoli simili, sono altresì qualitativamente classificati, anche in sede di analisi e selezione degli investimenti, in: *core*; *core plus*; *value-added*; *opportunistic*.

La predetta classificazione avviene in funzione del complessivo profilo di rischio-rendimento atteso di ogni investimento immobiliare (anche per categorie omogenee di beni) che considera la dimensione di:

- *market risk*;
- *property risk*;
- *credit risk*;

a cui si aggiungono, eventualmente, i rischi finanziari (e.g. rischio di tasso di interesse, di cambio, di liquidità).

Per gli investimenti in fondi immobiliari e veicoli simili la classificazione avviene sulla base delle politiche di investimento indicate nel relativo regolamento del fondo/veicolo, tenuto anche conto delle scelte di finanziamento del gestore.

Nel rispetto dei criteri generali e dell'asset allocation strategica (AAS) definita nell'ambito del modello di ALM, la composizione e costruzione del portafoglio immobiliare (asset allocation immobiliare) è definita in termini di rendimento target del portafoglio; classe di investimenti per combinazione di rendimento e rischio (*core*, *core-plus*, *value-added*, *opportunistic*); orizzonte temporale desiderato; ubicazione degli investimenti e mercati di riferimento; destinazione d'uso e tipologia di immobili; tipologia di investimenti immobiliari (diretti e/o in forma finanziaria). Le linee guida degli investimenti possono tenere conto di pesi (in percentuale) espressi come valori massimi ovvero, se desiderato, come *range*, minimo e massimo, tenuto conto delle varie dimensioni di rischio immobiliare (*market*, *property*, *credit* e *financial risk*).

Ciò anche in considerazione di eventuali esigenze di ribilanciamento del portafoglio immobiliare.

L'aggiornamento dell'asset allocation della componente immobiliare di portafoglio avviene con cadenza almeno triennale, coerentemente con la revisione dell'asset allocation strategica di cui al Paragrafo 3.1.2.

c) *Tipologie di strumenti oggetto di investimento*: gli strumenti oggetto di investimento possono essere:

- azioni e altri titoli rappresentativi di capitale di rischio;
- titoli corporate, titoli di Stato e altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
- quote e azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio;
- titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
- investimento diretto in merci (commodities) e opere d'arte o in quote di fondi che investono in essi;
- beni immobili e diritti reali immobiliari (*property real estate*), azioni e partecipazioni in società immobiliari nonché strumenti di debito emessi da queste ultime, parti di organismi di investimento collettivo del risparmio, ivi inclusi i Fondi di Investimento Alternativi (FIA) immobiliari, ovvero veicoli similari (*financial real estate*), italiani ed esteri, sia negoziati in mercati regolamentati sia non negoziati nei mercati regolamentati.

Ai fini di politica di investimento, gli investimenti in immobili in forma finanziaria sono considerati parte della componente immobiliare di portafoglio;

- contratti “futures” su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute e *relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti*;
- contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute e ai relativi indici anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché contratti di opzioni su valute, su tassi d'interesse e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere;
- contratti “futures” su merci, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

- qualsiasi altro strumento finanziario che permetta di assumere una posizione sugli strumenti precedentemente elencati e sui relativi indici di mercato o benchmark.
- d) *Limiti agli investimenti*: allo scopo di assicurare una sana e prudente gestione, vengono definiti dei limiti operativi agli investimenti al fine di evitare l'esposizione a più tipologie di rischio. Si provvede all'elenco dei limiti operativi da rispettare.
  - Limite al rischio di concentrazione individuale: qualsiasi emittente (esclusi i governi dei paesi aderenti alla UE con rating superiore o uguale al AA, l'Italia, gli Stati Uniti d'America) non potrà essere presente in portafoglio, con qualsiasi tipo di emissione, oltre una percentuale massima del 5%; se l'emittente è privo di rating il limite scende al 3%. Tali limiti non si applicano per l'eventuale quota parte dell'emissione detenuta che è garantita da titoli per i quali non è richiesta l'applicazione di tale limite. I limiti di investimento appena menzionati possono essere temporaneamente superati esclusivamente per effetto di vicende connesse alla composizione del portafoglio (assegnazioni gratuite, fluttuazioni dei corsi, ecc.) o all'esercizio di diritti connessi agli strumenti finanziari detenuti in portafoglio. Qualsiasi ulteriore superamento dei limiti viene eliminato mediante la cessione o il disinvestimento della percentuale di strumenti finanziari eccedenti i limiti stessi. Tuttavia, al fine di evitare effetti economici sfavorevoli, tale smobilizzo non deve essere automatico: l'emittente deve tuttavia essere posto sotto osservazione e, nell'ambito dell'attività di monitoraggio prevista al successivo art. 3.4 del Modello, deve essere prodotta una relazione sintetica sulla posizione che contenga una descrizione del rischio complessivo della stessa ed una indicazione delle conseguenze economiche dello smobilizzo. In presenza di posizioni di importo superiore a tale soglia riconducibili all'operatività dell'Ente antecedente all'approvazione del regolamento, la posizione in eccesso può essere mantenuta, ma è fatto divieto di aumentare ulteriormente il peso in portafoglio. Tale limite si applica anche agli investimenti immobiliari in titoli azionari e obbligazionari di emittenti non controllati o collegati dall'Ente ovvero soggetti ad influenza notevole.
  - Limite al rischio emittente: è fatto divieto di investire direttamente in titoli obbligazionari (fatta però eccezione per i titoli di Stato emessi dal governo italiano) aventi rating Standard & Poor's (o rating equivalente) inferiore a BBB-. In presenza di posizioni di importo superiore a tale soglia riconducibili all'operatività dell'Ente antecedente all'approvazione del regolamento, la posizione può essere mantenuta. In presenza di titoli corporate che assumono rating inferiore a BBB- successivamente all'acquisto, la posizione può essere mantenuta in portafoglio, ma è fatto divieto di fare ulteriori investimenti. Tuttavia, al fine di evitare effetto

economici sfavorevoli l'emittente deve essere posto sotto osservazione e, nell'ambito dell'attività di monitoraggio prevista al successivo art. 3.4 del Modello, deve essere prodotta una relazione sintetica sulla posizione che contenga una descrizione del rischio complessivo della stessa ed una indicazione delle conseguenze economiche dello smobilizzo. Tale limite si applica anche agli investimenti immobiliari in titoli obbligazionari di emittenti non controllati o collegati dall'Ente ovvero soggetti ad influenza notevole.

- Limite al rischio di liquidità: il peso cumulato degli investimenti considerati illiquidi, di natura sia mobiliare sia immobiliare (quali: strumenti derivati *over the counter*, fondi di private equity; immobili; strumenti di debito e di capitale di rischio, ivi incluse le partecipazioni, non negoziati in mercati regolamentati ovvero, se quotati, considerati small/thin cap di veicoli immobiliari; hedge funds; titoli azionari non quotati ed obbligazioni non quotate caratterizzate da un mercato secondario privo di dealer che fanno offerte giornaliere vincolanti), non deve superare il 60% del patrimonio complessivo. In presenza di posizioni illiquide di importo superiore a tale soglia, riconducibili all'operatività antecedente all'approvazione del regolamento, la posizione in eccesso può essere mantenuta,
- Limite al rischio gestore: allo scopo di evitare l'esposizione ad errori nei quali possono incorrere i singoli gestori, vengono inserite delle soglie massime *all'esposizione* in portafoglio. Poiché il rischio gestore al quale ci si espone è differente a seconda della tipologia di gestione presa in esame, i limiti previsti sono differenziati per tipologia di strumento/prodotto utilizzato e calcolati rispetto a quest'ultimi

<b>Tipologia/categoria</b>	<b>Limite max di investimento per tipologia/categoria</b>
ETF/Fondo/Sicav/Gestione Individuale Passivo	40%
ETF/Fondo/Sicav/Gestione Individuale Semi-Attiva	30%
ETF/Fondo/Sicav/Gestione Individuale Attiva	20%
Hedge Funds	5%
Fondi Private Equity e Infrastrutture	5%
Fondi Immobiliari e altri veicoli similari gestiti	30%

- Limiti al rischio di concentrazione degli investimenti immobiliari  
Nel rispetto dei criteri guida indicati sopra (Paragrafo 3.2.1. lettera b) e della regolamentazione pro tempore vigente, per gli investimenti immobiliari trovano applicazione i seguenti limiti di concentrazione:

- 1) *Limiti agli investimenti immobiliari:*  
Gli investimenti immobiliari diretti e indiretti (in forma finanziaria) non devono superare il 30% del patrimonio dell'Ente. Per le definizioni di investimenti immobiliari valgono le definizioni di cui sopra.  
Detto limite potrà essere adeguato in funzione dell'asset allocation strategica deliberata dall'Ente e del rispetto dei vincoli regolamentari pro tempore vigenti.
- 2) *Limiti agli investimenti in beni immobili e diritti reali immobiliari*  
Gli investimenti in beni immobili e diritti reali immobiliari, detenuti direttamente o attraverso veicoli controllati o collegati, ovvero soggetti ad influenza notevole, devono essere contenuti entro il limite del 20% del patrimonio dell'Ente;
- 3) *Limiti alla concentrazione in FIA immobiliari:*  
L'investimento in singoli FIA immobiliari (e veicoli simili) è contenuto entro il limite del 25% del valore del FIA immobiliare (o veicolo simile);
- 4) *Limiti alla concentrazione di singoli immobili e diritti reali immobiliari:*  
Il patrimonio dell'Ente non può essere investito, direttamente o attraverso veicoli controllati o collegati, ovvero soggetti ad influenza notevole, in misura superiore al 20% del patrimonio immobiliare complessivo (investimenti diretti e indiretti) in un unico bene immobile avente caratteristiche urbanistiche e funzionali unitarie, alienabile separatamente dai restanti immobili.
- 5) *Limiti alla concentrazione dei conduttori:*  
Il primo conduttore (inclusi i soggetti riconducibili al gruppo di appartenenza del medesimo), misurato in termini di ammontare dei canoni di locazione annui contrattualmente previsti, non può incidere in misura superiore al 20% del totale annuo dei complessivi ricavi da locazione.  
Del pari, l'Ente verifica l'incidenza dei primi 10 conduttori sul totale dei ricavi annui da locazione, evidenziando potenziali rischi di concentrazione.
- 6) *Superamento dei limiti di concentrazione:*  
Qualora in sede di prima applicazione del presente Modello (relativamente alle integrazioni riguardanti il patrimonio immobiliare dell'Ente) ovvero per effetto di ribilanciamenti di portafoglio tra asset class nonché di disinvestimenti all'interno del comparto immobiliare i limiti suddetti dovessero venire superati, si perseguirà un rientro nelle soglie limite in considerazione dei flussi di nuovo investimento pianificati dall'Ente e della dinamica e dei condizionamenti di mercato immobiliare.

In virtù della necessità di verificare il rispetto dei limiti testé elencati, è fatto obbligo di effettuare una mappatura dei prodotti di risparmio gestito, mobiliari e immobiliari, così da identificarne la natura e lo stile di gestione.

### **3.2.2. Ruolo del Consiglio di Amministrazione.**

Il Consiglio di Amministrazione:

- **verifica** che la politica di investimento rispetti continuamente i criteri guida (verifiche di coerenza e limiti operativi) di cui al paragrafo 3.2.1 del presente regolamento;
- **interviene** a seguito delle disfunzioni eventualmente rilevate in sede di verifica della coerenza con i criteri guida, per assumere i necessari provvedimenti finalizzati al ripristino della coerenza;
- **approva** gli eventuali correttivi ai criteri guida di cui al paragrafo 3.2.1 di questo regolamento, al fine di migliorare la politica di investimento dell'Ente.

### **3.3. I PRINCIPI ALLA BASE DELLA SELEZIONE DEI PRODOTTI**

Nella selezione dei prodotti è fatto obbligo di attenersi all'iter di seguito descritto.

#### **3.3.1. Le scelte di asset allocation tattica**

Allo scopo di non subire passivamente l'andamento di breve termine dei mercati, è possibile effettuare un'attività di asset allocation tattica (o *market timing*) che è finalizzata ad apportare delle correzioni di breve termine all'asset allocation strategica. L'asset allocation tattica non trova applicazione agli investimenti immobiliari diretti a causa degli elevati costi di transazione e/o dei lunghi tempi di implementazione delle decisioni di investimento/disinvestimento ad essi associati. È tuttavia potenzialmente ammessa un'asset allocation tattica su titoli immobiliari altamente liquidi negoziati in mercati regolamentati (e.g. large cap equity/hybrid/mortgage REITs quotati). Nello svolgimento dell'attività di asset allocation tattica, è fatto obbligo di assumere un comportamento coerente con quanto di seguito stabilito.

##### **3.3.1.1. Disciplina dell'attività di asset allocation tattica**

Ferma la possibilità riconosciuta alla Cassa di mettere in atto operazioni di *market timing*, tale attività deve avvenire nel rispetto delle regole qui di seguito elencate.

- *Sfera di operatività dell'asset allocation tattica*: l'attività di asset allocation tattica deve essere svolta con riferimento alla sola componente "mobiliare". Nei limiti e con le eccezioni di quanto sopra, è quindi preclusa qualsiasi iniziativa volta a alimentare scelte tattiche a livello di portafoglio immobiliare.

- *Limiti all'attività di market timing*: l'attività di asset allocation tattica deve essere soggetta a precise limitazioni finalizzate ad evitare che la correzione tattica stravolga la “guida strategica” definita sulla base del modello di Asset & Liability Management. Per tale ragione, le scelte di asset allocation tattica devono essere implementate nel rispetto dei limiti di peso di seguito elencati.

<b>Componente oggetto di limitazione</b>	<b>Limitazione rispetto al peso strategico</b>
Peso della <i>componente azionaria</i> in portafoglio	$\text{Peso}_{\text{Tattico}} \in [\text{Peso}_{\text{Strat}} - 10\%; \text{Peso}_{\text{Strat}} + 5\%]$
Peso della <i>componente obbligazionaria</i> in valuta	$\text{Peso}_{\text{Tattico}} \in [\text{Peso}_{\text{Strat}} - 20\%; \text{Peso}_{\text{Strat}} + 10\%]$
Peso della <i>componente investimenti alternativi</i>	$\text{Peso}_{\text{Tattico}} \in [\text{Peso}_{\text{Strat}} - 4\%; \text{Peso}_{\text{Strat}} + 2\%]$

Limitatamente ai fini di classificazione di cui alla tabella sopra, i titoli immobiliari altamente liquidi negoziati in mercati regolamentati rientrano nella componente rispettivamente azionaria (e.g. equity/hybridREITs) od obbligazionaria (e.g. mortgage REITs) di portafoglio.

In aggiunta ai limiti di peso appena elencati, le scelte di asset allocation tattica devono essere effettuate nel rispetto di un *limite di rischio tattico complessivo* misurato in termini un Relative VaR (Re-VaR) su base annua pari al 3% calcolato sulla base di un livello di confidenza del 95%. Il Relative VaR del portafoglio tattico, da confrontare con il limite previsto, andrà calcolato utilizzando gli input di rendimento atteso, deviazione standard e correlazione utilizzati nel modello di ALM.

*Lo sviluppo delle scommesse*: la possibilità dell'ente di svolgere direttamente l'attività di asset allocation tattica è subordinata all'esistenza di una struttura operativa adeguata allo svolgimento del processo tattico. La struttura operativa demandata ad effettuare le scelte di asset allocation tattica può essere anche esterna all'Ente stesso e viene considerata adeguata se sussistono tutte le condizioni di seguito elencate:

- a. esiste un Comitato Tattico che, con frequenza almeno trimestrale, si riunisce allo scopo di delineare una analisi di scenario e per definire le correzioni da applicare all'asset allocation strategica, sempre nel rispetto dei limiti previsti nel regolamento;
- b. le riunioni periodiche del Comitato Tattico prevedono la partecipazione di uno o più soggetti (persone fisiche o giuridiche), esperti in tema di andamento dei mercati di breve termine, che assumono il compito di proporre correzioni tattiche adeguatamente corroborate da analisi di tipo tecnico e/o fondamentale;

- c. esiste una strumentazione finanziaria adeguata per verificare in tempo reale che le decisioni tattiche formulate siano coerenti con i limiti previsti dal presente regolamento;
- d. le decisioni tattiche proposte dal Comitato devono essere inserite in un Report del Comitato Tattico che sintetizza l'analisi effettuata;
- e. esiste una strumentazione di monitoraggio adeguata al fine di verificare il contributo reddituale riconducibile alle correzioni tattiche sviluppate in passato, così da verificare la dimensione ed il segno del contributo dell'asset allocation tattica alla redditività complessiva del patrimonio.

Qualora l'Ente non intenda istituire una struttura interna ad hoc per l'asset allocation tattica e non intenda avvalersi di soggetti esterni, l'attività di asset allocation sarà implementabile esclusivamente mediante il ricorso a strumenti/prodotti caratterizzati da uno stile di gestione attivo (fondi flessibili o fondi total return); in sede sia di definizione della quota parte di portafoglio investibile in questi prodotti, sia di valutazione/selezione degli stessi, si dovrà fare in modo che venga garantito il rispetto del budget di rischio messo a disposizione delle scelte tattiche. Rimane comunque ferma la possibilità dell'advisor mobiliare, in presenza di condizioni macroeconomiche non ordinarie e nel rispetto dei limiti sopra-menzionati, di suggerire correzioni tattiche dell'asset allocation.

### **3.3.2. Selezione dei Gestori mobiliari (gestioni, fondi e sicav)**

La presente sezione del documento ha lo scopo di definire i principi che guidano il processo di selezione dei gestori, allo scopo di disciplinare questa fase e contestualmente circoscrivere i margini di discrezionalità della scelta. In altri termini, l'obiettivo è ricondurre la fase di selezione dei gestori all'interno di uno schema operativo il più possibile oggettivo.

A tale scopo, il modello di selezione dei gestori deve seguire un iter che si compone delle fasi qui di seguito elencate:

- predisposizione di un bando informale per la raccolta delle proposte dei gestori;
- identificazione delle variabili discriminanti utilizzate ai fini della selezione delle società di gestione;
- predisposizione di un questionario per la raccolta delle informazioni dalle società di gestione;
- costruzione di un modello di *scoring*.

Le fasi testé elencate sono disciplinate nei paragrafi successivi.

### **3.3.2.1. Predisposizione di un bando informale per la raccolta delle proposte dei gestori**

Allo scopo di favorire un'ampia partecipazione alla valutazione comparativa, è fatto obbligo di predisporre un bando informale. All'interno del bando dovranno essere specificati:

- le caratteristiche del mandato di gestione oggetto di affidamento e l'ammontare del patrimonio affidato in gestione;
- i criteri e l'iter seguiti nella selezione del gestore;
- i requisiti che i candidati devono possedere;
- i tempi e le modalità per la partecipazione al bando.

Al bando va allegato il questionario di raccolta delle informazioni (cfr. paragrafo 3.3.2.3 di questo documento).

### **3.3.2.2. Identificazione delle variabili discriminanti utilizzate per la selezione delle società di gestione**

La selezione delle società di gestione deve essere effettuata utilizzando quali variabili discriminanti per la scelta sia aspetti relativi alla struttura della società di gestione, sia aspetti di natura più prettamente gestionale-finanziaria.

In riferimento agli aspetti concernenti la struttura societaria dei gestori, ai fini della selezione occorre considerare:

- il grado di patrimonializzazione della società di gestione e la sua solidità (quest'ultima rappresentata dal rating attribuito dalle agenzie esterne quali S&P, Moody's, Fitch, ecc.);
- l'ammontare delle masse complessivamente gestite e la significatività della presenza sul territorio italiano in termini di clientela e di logistica;
- la qualità del personale preposto alla gestione e l'esperienza maturata nell'ambito della gestione del patrimonio di investitori istituzionali (in particolare di Casse di previdenza e di Fondi pensione).

Con riferimento agli aspetti di natura gestionale-finanziaria, ai fini della selezione occorre prendere in considerazione:

- la qualità della filosofia di investimento e dello stile di gestione della società, nonché la loro coerenza con gli obiettivi di investimento perseguiti dall'Ente;
- la bontà dei rendimenti storici conseguiti, soprattutto in riferimento a strategie di gestione simili a quella perseguita dalla Cassa;
- entità dei costi di gestione.

### **3.3.2.3. Predisposizione di un questionario per la raccolta delle informazioni dalle società di gestione**

Allo scopo di acquisire tutte le informazioni necessarie alla selezione, deve essere predisposto un questionario che costituisce parte integrante del bando. Il questionario contiene i quesiti ai quali la società candidata dovrà rispondere e dovrà essere ritrasmesso nei termini e nelle modalità indicate nel bando. Allo

scopo di effettuare una valutazione coerente con quanto prescritto nel paragrafo 3.3.2.2 (“Le variabili discriminanti utilizzate ai fini della selezione delle società di gestione”), il questionario deve essere predisposto in modo tale da raccogliere le seguenti informazioni:

- anagrafica della società di gestione, della eventuale capogruppo e della persona di contatto per il questionario;
- patrimonio e rating della società di gestione;
- dimensione degli asset under management della società di gestione e dell’eventuale capogruppo;
- composizione degli asset under management per tipologia di clientela istituzionale;
- presenza in Italia della Società in termini di numero di clienti istituzionali e masse gestite;
- struttura organizzativa e risorse dedicate: informazioni sul gestore e sull’account designati per il mandato in oggetto; organigramma della struttura del team di gestione; livello di turnover del team di gestione negli ultimi 5 anni);
- filosofia di investimento, stile di gestione e supporti informatici: descrizione della filosofia di investimento e dello stile di gestione che si ha intenzione di applicare per il mandato in oggetto; ruolo assunto dagli strumenti derivati; autovalutazione circa i punti di forza del processo di investimento implementato; descrizione relativa ai sistemi di supporto decisionale (front office), ai sistemi di gestione e controllo dei rischi finanziari ed operativi (risk management), ai sistemi amministrativi e ai sistemi e ai metodi di salvataggio dei dati e procedure di *disaster recovery*;
- performance storica: le serie storiche (più profonde possibili) dei rendimenti di un composito GIPS conforme e/o le serie storiche di OICR che siano coerenti con il mandato in oggetto;
- metodologie di *risk management*, *compliance* e conflitti di interesse;
- reportistica (informazioni sulla reportistica prodotta e verifica della disponibilità a personalizzare la reportistica stessa).

#### **3.3.2.4. Costruzione di un modello di *scoring***

Al fine di attribuire alle società di gestione (che concorrono per l’attribuzione del mandato) un giudizio oggettivo, si ricorre alla costruzione di un modello di *scoring* che attribuisca alle singole società di gestione un punteggio (uno score) che ne sintetizzi la qualità.

Il modello di *scoring* viene costruito nel modo seguente:

- per ciascuna delle variabili discriminanti utilizzate ai fini della selezione delle società di gestione (cfr. il paragrafo 3.3.2.2 del presente documento) viene attribuita una scala di merito (a titolo di esempio, in riferimento alla variabile “qualità della filosofia di investimento e dello stile di gestione della società di

gestione” si può definire una scala di merito che contempla le voci: *eccellente, buona, sufficiente, mediocre e scarsa*);

- a ciascuna voce della scala di merito viene attribuito un punteggio numerico (ad esempio, ad una valutazione *eccellente* si attribuisce punteggio 10, ad una valutazione *buona* un punteggio 8 e così via).

In questo modo, selezionando per tutte le variabili discriminanti del modello la voce della scala di merito che meglio esprime la qualità della società di gestione analizzata, è possibile pervenire ad un punteggio (score) finale del gestore che è dato dalla somma dei punteggi associati a tutte le voci selezionate.

Il modello di scoring viene applicato a tutti i partecipanti al bando che presentano i requisiti minimi necessari per la partecipazione alla gara; il mandato di gestione viene attribuito alla società di gestione che consegue il punteggio (lo score) più elevato.

### **3.3.3. Selezione diretta di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, ecc...)**

Nella fase di selezione diretta degli strumenti finanziari, al fine di supportare il processo di investimento, è fatto obbligo di:

- a) mappare il prodotto in termini di asset class componenti l'asset allocation deliberata e di verificare il grado di coerenza esistente tra il prodotto e le asset class nelle quali il prodotto viene mappato;
- b) stimare il rendimento atteso del prodotto stesso;
- c) misurare i costi, espliciti e impliciti, connessi all'investimento nello strumento finanziario;
- d) quantificare il *rischio di liquidità*, attraverso: verifica della quotazione in borsa, verifica dell'esistenza di un mercato secondario non regolamentato sufficientemente liquido grazie alla disponibilità di intermediari che quotano giornalmente prezzi di compravendita, dimensione dell'emissione complessiva;
- e) quantificare il *rischio di tasso di interesse* (per i soli strumenti finanziari fruttiferi di interesse), attraverso la stima della duration e della duration modificata;
- f) quantificare il *rischio azionario* (per le sole azioni), attraverso la stima del beta;
- g) quantificare il *rischio di credito* (per i soli titoli obbligazionari), attraverso la verifica (se disponibile) del rating dell'emittente/emissione e (sempre se disponibile) pricing del *credit default swap*;
- h) quantificare il *rischio commodities* (per i soli prodotti esposti a tale rischio), attraverso la stima della deviazione standard delle variazioni di prezzo delle commodities;
- i) quantificare la *componente derivata* (per strumenti derivati e titoli strutturati): a causa della presenza di profili di guadagno perdita non

lineare, occorre fornire una descrizione dettagliata della struttura complessiva del profilo guadagni e perdite del prodotto, evidenziando in modo dettagliato l'esistenza di barriere;

- j) proporre, se esistono, più soluzioni di investimento comparabili tra loro, al fine di favorire la selezione del prodotto considerato ottimale.

#### **3.3.4. Selezione degli investimenti immobiliari**

L'investimento della componente immobiliare di portafoglio può avvenire, nel rispetto dell'asset allocation immobiliare, in via delegata o diretta ovvero in forma mista.

##### **3.3.4.1. L'investimento in forma delegata**

###### *Il mandato di gestione*

L'investimento in forma delegata presuppone l'affidamento al gestore di un mandato di gestione che può essere graduato diversamente ovvero prevedere vincoli e margini di discrezionalità differenziati in funzione delle scelte dell'Ente.

###### (i) Mandato aperto

In tale ipotesi l'Ente affida al gestore un mandato per l'investimento, in nome e per conto dello stesso Ente, di un predefinito volume di risorse finanziarie. Questo ultimo è definito coerentemente con il piano triennale nonché annuale di investimento deliberato dal Consiglio di Amministrazione.

La selezione dei singoli investimenti immobiliari, ivi inclusa la scelta della forma diretta e/o finanziaria, qualora questa ultima non già predefinita dall'Ente nel mandato di gestione, avviene su base discrezionale nel rispetto dei criteri generali di asset allocation immobiliare (paragrafo 3.2.1. lettera b.) e dei relativi profili di rischio e rendimento deliberati dal Consiglio di Amministrazione.

Qualora non diversamente indicato in sede di affidamento, la durata del mandato di gestione è definita su base tipicamente triennale, tuttavia con facoltà di revoca anticipata a favore dell'Ente, in linea con il periodo temporale di periodica revisione delle linee di asset allocation strategica e immobiliare, periodo funzionale a consentire l'implementazione delle scelte di investimento formulate relativamente al patrimonio affidato in gestione.

Il gestore comunicherà all'Ente le scelte di investimento proposte, per le relative decisioni vincolanti.

###### (ii) Mandato vincolato

In tale ipotesi l'Ente affida al gestore, analogamente a quanto previsto al precedente punto (i), un mandato per l'investimento, in nome e per conto dello stesso Ente, di un volume di risorse finanziarie definito coerentemente

con il piano triennale nonché annuale di investimento deliberato dal Consiglio di Amministrazione.

A differenza del caso di mandato “aperto”, la selezione dei singoli investimenti immobiliari, ivi inclusa la scelta della forma diretta e/o finanziaria, qualora questa ultima non già predefinita dall’Ente in sede di affidamento, avviene su base discrezionale nel rispetto non solo dei criteri generali di asset allocation immobiliare (paragrafo 3.2.1. lettera b.) e dei relativi profili di rischio e rendimento deliberati dal Consiglio di Amministrazione, ma anche dei vincoli di investimento indicati nel mandato di gestione e attinenti, a scelta dell’Ente, alla tipologia e/o alla ubicazione geografica degli immobili e/o alla relativa classificazione in *core*, *core plus*, *value-added*, *opportunistic*.

Qualora non diversamente indicato in sede di affidamento, la durata del mandato di gestione è definita su base tipicamente triennale, tuttavia con facoltà di revoca anticipata a favore dell’Ente, in linea con il periodo temporale di periodica revisione delle linee di asset allocation strategica e immobiliare, periodo funzionale a consentire l’implementazione delle scelte di investimento formulate relativamente al patrimonio affidato in gestione.

Il gestore comunicherà all’Ente le scelte di investimento proposte per le relative decisioni vincolanti.

#### *La selezione del gestore*

La selezione del gestore ovvero dei gestori avviene, nei limiti di quanto applicabile al comparto immobiliare, secondo i principi descritti nei Paragrafi 3.3.2 e 3.3.3.

La selezione del gestore dovrà altresì prevedere le modalità di adeguato governo dei conflitti di interesse che potessero nascere in capo al gestore.

#### **3.3.4.2. L’investimento in forma diretta**

Con riferimento alla presente sezione, l’investimento in forma diretta comporta la selezione autonoma (*asset selection*) da parte dell’Ente degli immobili o diritti reali immobiliari (*property real estate*) nonché dei fondi immobiliari di investimento (*i.e.* FIA) ovvero veicoli simili (*financial real estate*). Per gli investimenti immobiliari residuali in forma finanziaria (azioni od obbligazioni non costituenti stabile investimento), si applicano i criteri di selezione di cui al paragrafo 3.3.3.

#### *Selezione diretta degli immobili*

La selezione diretta degli immobili ovvero diritti reali immobiliari da inserire in portafoglio può avvenire in via diretta o attraverso veicoli controllati o collegati dall’Ente, già esistenti o da costituire.

In considerazione della natura dei mercati immobiliari, la selezione delle opportunità di investimento potrà avvenire, a scelta degli organi preposti nonché in considerazione delle condizioni di mercato, attraverso la predisposizione di

un bando informale per la raccolta delle proposte degli operatori di mercato immobiliare ovvero attraverso la valutazione delle opportunità di investimento che venissero di volta in volta sottoposte autonomamente dagli operatori, nel rispetto di adeguati presidi relativamente al rischio di conflitti di interesse. Nel caso si optasse per il bando informale, esso dovrà identificare, anche in termini generali, le caratteristiche degli immobili ricercati.

Nell'ambito del processo di selezione delle proposte di investimento pervenute è fatto obbligo:

- di stimare il rendimento atteso dell'investimento immobiliare nonché di valutarne la congruità del relativo prezzo, prevedendo l'obbligo di una perizia di stima ovvero di una doppia perizia, con validazione del valore, sulla base di due metodi di stima, per gli investimenti superiori a Euro 10.000.000;
- di predisporre, per ogni immobile, una scheda/*score-card* contenete almeno:
  - a) una breve descrizione dell'immobile; i principali dati anagrafici; lo stato locativo (comprensivo del *tasso di occupancy*); le principali informazioni economiche e finanziarie comprensive dei rendimenti storici e attesi (tra cui il *passing rent*, l'*Estimate Rental Value* (ERV), l'*entry yield*, il *reversionary yield*, i costi di adeguamento/CAPEX); il prezzo richiesto dal venditore e il valore stimato dalla/e perizia/e; i pro e i contro l'investimento;
  - b) una valutazione (qualitativa e/o quantitativa) dell'investimento secondo la combinazione di rendimento e rischio (*core, core plus, value added, opportunistic*); della strategia di gestione e dell'orizzonte temporale di investimento; delle varie dimensioni del rischio immobiliare (*market, property, credit e financial risk*).

La selezione diretta degli immobili ovvero dei diritti reali immobiliari deve avvenire nel rispetto dei criteri generali di asset allocation immobiliare (Paragrafo 3.2.1. lettera b) e dei relativi profili di rischio e rendimento deliberati dal Consiglio di Amministrazione.

Anche attraverso l'analisi della suddetta scheda/*score card*, è fatto obbligo di valutare il grado di coerenza degli investimenti proposti, anche in termini di loro tipologia e/o ubicazione geografica ovvero di relativa classificazione in *core, core plus, value-added, opportunistic* rispetto ai criteri predetti, secondo le procedure previste nel Paragrafo 3.3.5.

Quanto sopra trova altresì applicazione anche nel caso di dismissioni immobiliari.

#### *Selezione diretta dei fondi di investimento immobiliare (o veicoli similari)*

La selezione dei fondi immobiliari (o veicoli similari) potrà avvenire, a scelta degli organi preposti nonché in considerazione delle condizioni di mercato, attraverso la predisposizione di un bando informale per la raccolta delle proposte degli operatori di mercato immobiliare ovvero attraverso la valutazione delle opportunità di investimento che venissero di volta in volta sottoposte

autonomamente dagli operatori, nel rispetto di adeguati presidi relativamente al rischio di conflitti di interesse. Nel caso si optasse per il bando informale, esso dovrà identificare, anche in termini generali, le caratteristiche dell'investimento in quote di fondi immobiliari ricercato.

Nel caso di selezione diretta dei fondi immobiliari di investimento (*i.e.* FIA) ovvero veicoli simili (*financial real estate*), la selezione del gestore ovvero dei gestori avviene, nei limiti di quanto applicabile al comparto immobiliare, secondo i principi descritti nella sezione 3.3.2., privilegiando per quanto possibile gestori sottoposti al controllo di autorità di vigilanza.

La selezione diretta di fondi immobiliari (e veicoli simili) deve avvenire nel rispetto dei criteri generali di asset allocation immobiliare (Paragrafo 3.2.1. lettera b) e dei relativi profili di rischio e rendimento deliberati dal Consiglio di Amministrazione.

Il gestore dovrà fornire all'Ente tutte le informazioni necessarie per compiere una scelta ben informata, indicando, tra l'altro, le caratteristiche del veicolo di investimento utilizzato, i rendimenti e i rischi dell'investimento, l'orizzonte temporale di investimento, una valutazione (qualitativa e/o quantitativa) dell'investimento in termini di combinazione rendimento e rischio (*core, core plus, value added, opportunistic*) e una valutazione (qualitativa e/o quantitativa) delle varie dimensioni del rischio immobiliare (*market, property, credit e financial risk*).

Anche attraverso l'analisi delle informazioni fornite dal gestore, è fatto obbligo di valutare il grado di coerenza degli investimenti proposti, anche in termini di loro tipologia e/o ubicazione geografica ovvero di relativa classificazione in *core, core plus, value-added, opportunistic* rispetto ai criteri predetti, secondo le procedure previste nel Paragrafo 3.3.5.

### **3.3.5. Ruolo del Consiglio di Amministrazione, del Comitato Esecutivo, dell'Organismo Consultivo per gli investimenti immobiliari**

Il Consiglio di Amministrazione:

- **verifica** se le competenze interne siano sufficienti per espletare l'intero processo di selezione dei prodotti e, in caso di esito negativo, **delibera** il ricorso ai servizi resi da uno o più soggetti esterni che, dotati di competenza ed esperienza nel campo mobiliare e/o immobiliare, coadiuvi gli Organismi Consultivi (mobiliare ed immobiliare) nonché il Comitato Esecutivo, nell'attività in parola, nel rispetto delle norme riportate nel presente documento;

Il Comitato esecutivo:

- nel rispetto dei criteri stabiliti dal Consiglio di Amministrazione nel presente Modello e delle specificità di ogni comparto di investimento ivi descritte, con il supporto degli Organismi Consultivi (mobiliare e immobiliare), per le

rispettive aree di competenza, coadiuvate dagli eventuali consulenti esterni e dalla Direzione Amministrazione procede a:

- la redazione di bando informale per la raccolta delle proposte dei gestori ed il questionario, incorporando tutti i criteri di cui al paragrafo 3.3.2.1 e 3.3.2.3 e 3.3.4;
- la verifica della coerenza dell'investimento rispetto alla politica di investimento dell'Ente (cfr. paragrafo 3.2.1 del presente documento) e ne segnala eventuali difformità agli Organismo Consultivi;
- l'accertamento della coerenza del processo di selezione con i criteri guida di cui ai paragrafi 3.3.2.1, 3.3.2.2, 3.3.2.3, 3.3.2.4 (per i gestori mobiliari), 3.3.3 (per gli investimenti diretti mobiliari) e 3.3.4 (per gli investimenti immobiliari) del presente documento e ne evidenzia eventuali disfunzioni agli Organismo Consultivi;
- l'evidenziazione, a seguito delle eventuali disfunzioni rilevate in sede di verifica della coerenza con i criteri guida, dei necessari provvedimenti finalizzati al ripristino della coerenza;
- il suggerimento al Consiglio di Amministrazione di eventuali correttivi al modello di selezione di cui ai paragrafi 3.3.2.1, 3.3.2.2, 3.3.2.3, 3.3.2.4 (per i gestori mobiliari), 3.3.3 (per gli investimenti diretti mobiliari) e 3.3.4 (per gli investimenti immobiliari) del presente documento, al fine di migliorarne l'efficacia.

- **valuta** i risultati del processo di selezione e procede con l'attribuzione dei relativi mandati;

- **assume** i necessari provvedimenti finalizzati all'eliminazione di disfunzioni e/o disallineamenti evidenziati dagli Organismi Consultivi;

- **approva** gli eventuali correttivi al modello di selezione dei gestori proposti dagli Organismi Consultivi.

Il Comitato Esecutivo sceglie le modalità di investimento della componente immobiliare di portafoglio, nel rispetto dell'asset allocation immobiliare decisa dal Consiglio di Amministrazione, che può avvenire in via delegata o diretta ovvero in forma mista (Paragrafo 3.3.4).

Il Comitato Esecutivo, nell'ambito del mandato di investimento immobiliare in forma delegata, con mandato vincolato (Paragrafo 3.3.4.1), con il supporto dell'Organismo Consultivo per gli investimenti immobiliari, coadiuvata dagli eventuali consulenti esterni e dalla Direzione Amministrazione, definisce le caratteristiche e i contenuti del mandato, anche in termini di margini di discrezionalità e vincoli di investimento attinenti alla tipologia e/o alla ubicazione geografica degli immobili e/o alla relativa classificazione in *core*, *core plus*, *value-added*, *opportunistic*.

In caso di investimento immobiliare in forma delegata con mandato aperto o vincolato (Paragrafo 3.3.4.1), il gestore proporrà all'Ente le soluzioni di

investimento individuate, sottoponendole dapprima all'Organismo Consultivo per gli investimenti immobiliari e poi al Comitato Esecutivo, per le relative decisioni vincolanti.

Per gli investimenti immobiliari in forma diretta (Paragrafo 3.3.4.2), il Comitato Esecutivo può valutare l'opportunità di assegnare un punteggio minimo che l'investimento deve raggiungere, per uno o più elementi di valutazione riportati nella scheda/*score card* ovvero nei documenti informativi forniti dal gestore, per poter essere considerato eleggibile (in alternativa, investimento fuori soglia).

Nell'ambito della procedura prevista dal paragrafo 3.3.5, per gli investimenti immobiliari.

Il Comitato Esecutivo deve tenere costantemente informato il Consiglio di Amministrazione sullo svolgimento della procedura, sulle valutazioni effettuate e sugli esiti raggiunti.

### **L'Organismo Consultivo per gli investimenti immobiliari**

Nell'ambito degli investimenti immobiliari in forma diretta (Paragrafo 3.3.4.2) – immobili ovvero fondi di investimento immobiliare (e veicoli simili) – qualora la scheda/*score card* ovvero i documenti informativi forniti dai gestori rivelino che l'investimento proposto non supera il punteggio minimo richiesto (investimento fuori soglia), l'Organismo Consultivo può comunque decidere di rinviare la valutazione al Comitato Esecutivo, motivando la scelta.

#### ***3.3.6. Ruolo dei soggetti esterni possibili erogatori del servizio di selezione***

In ipotesi di presenza di uno o più soggetti esterni che coadiuvano il Consiglio di Amministrazione ovvero il Comitato Esecutivo da esso delegato nello svolgimento dell'attività di selezione, tali soggetti:

- **si impegnano** a sviluppare un servizio di selezione nel rispetto dei criteri citati nei paragrafi 3.3.2.1, 3.3.2.2, 3.3.2.3, 3.3.2.4 (per i gestori mobiliari), 3.3.3 (per gli investimenti diretti mobiliari) e 3.3.4 (per gli investimenti immobiliari) del presente documento;
- **redigono** una relazione che sintetizza i risultati del processo di selezione dei prodotti;
- **relazionano** al Consiglio di Amministrazione i risultati del processo di selezione;
- **propongono** al Consiglio di Amministrazione le eventuali azioni correttive utili allo scopo di accrescere la solidità e l'oggettività del processo di selezione dei prodotti.

### **3.4. MONITORAGGIO EX-POST DEI PRODOTTI IN PORTAFOGLIO**

L'analisi ex-post dei risultati conseguiti dai prodotti, rappresenta un momento di verifica importante allo scopo di valutare se la redditività conseguita sia in linea

con le aspettative del Consiglio di Amministrazione e, soprattutto, sia in linea con il rendimento necessario allo scopo di preservare l'equilibrio dell'Ente.

In ragione della criticità di questa fase del processo di gestione finanziaria, l'attività di monitoraggio ex-post dei prodotti viene disciplinata all'interno di questo documento, al fine di disegnare un iter di monitoraggio il cui rispetto permetta di svolgere tale attività in modo tempestivo ed efficace, delegando al Comitato esecutivo, con il supporto dagli Organismi Consultivi (mobiliare ed immobiliare) e l'ausilio della Direzione Amministrazione, il monitoraggio dei singoli gestori/prodotti/strumenti e tenendo in capo al Consiglio di Amministrazione il monitoraggio a livello aggregato di portafoglio.

#### **3.4.1. Il monitoraggio dei gestori**

L'informativa prodotta direttamente dalle società di gestione non è reputata sufficiente allo scopo di espletare efficacemente l'attività di monitoraggio ex-post. Si rende quindi necessario lo sviluppo di un'attività di monitoraggio dei gestori svolta direttamente dall'Ente. Nell'ipotesi in cui il Consiglio di Amministrazione ritenesse che l'Ente non disponga, nei suoi organi interni, di tutte le competenze quantitative/finanziarie necessarie allo scopo di costruire un modello interno di monitoraggio dei gestori, è data facoltà di ricorrere a soggetti esterni a cui è demandato il compito di sviluppare un modello di monitoraggio dei gestori. A prescindere dalla soluzione adottata (sviluppo interno o *outsourcing*), il presente documento definisce i criteri generali ai quali gli organi interni dell'Ente o il consulente esterno ovvero i consulenti esterni devono attenersi nello sviluppo del servizio di monitoraggio ex-post dei gestori.

##### **3.4.1.1. Criteri generali per il monitoraggio ex-post dei gestori**

L'attività di monitoraggio ex-post, svolta con una frequenza trimestrale ovvero a cadenza annuale per gli investimenti in fondi immobiliari o in veicoli gestiti similari non negoziati in mercati regolamentati, deve produrre, nei limiti dei dati e delle notizie disponibili per il relativo comparto di investimento ovvero laddove applicabili, le informazioni qui di seguito elencate:

- a) stima dei rendimenti *time weighted* conseguiti dal gestore nell'ultimo trimestre, Ytd e nei singoli anni precedenti, dalla data di inizio investimento; relativo confronto con il rendimento del benchmark scelto dal gestore e con il benchmark identificato dall'ente sulla base della mappatura del prodotto stesso. Per i prodotti finanziari di natura immobiliare non negoziati in mercati regolamentati, gli indicatori predetti andranno definiti sulla base degli intervalli di rendicontazione forniti dai gestori (di norma a cadenza annuale);
- b) se il prodotto prevede una contabilizzazione diversa dal *mark-to-market*, occorre stimare anche delle misure di rendimento coerenti con il criterio di contabilizzazione utilizzato. Per i prodotti finanziari di natura immobiliare non

negoziati in mercati regolamentari trova applicazione la valorizzazione al *net asset value*;

- c) attività di *risk management*, ovvero quantificazione del rischio assunto dal gestore, quantificato in termini di deviazione standard dei rendimenti e VaR;
- d) verifica del rispetto degli eventuali limiti operativi di investimento imposti al gestore stesso;
- e) elaborazione di misure di *performance attribution* per la valutazione: della qualità dell'operato dei gestori, dei punti di forza e di debolezza dei gestori e della coerenza dell'operato del gestore con il mandato ad esso conferito;
- f) sviluppo di misure di *Risk Adjusted Performance*, ovvero di misure di redditività corrette per il rischio; le misure minime da stimare sono: l'indice di Sharpe, l'indice di Sortino e l'Information Ratio;
- g) verifica del grado di coerenza del singolo prodotto gestito rispetto al portafoglio in asset class nel quale il prodotto è stato mappato.

#### **3.4.1.2. Criteri di sostituzione dei gestori**

Nell'ipotesi in cui il monitoraggio dei gestori metta in evidenza delle problematiche significative e ricorrenti, è necessario procedere alla sostituzione della società di gestione, in linea con la normativa e la regolamentazione di riferimento. Al fine di disciplinare il processo sostitutivo, si introduce una procedura *ad hoc* che governa, secondo criteri il più possibile oggettivi, il problema dell'eventuale sostituzione di un gestore. In termini sintetici, si introducono segnali di *early warning* al verificarsi dei quali inizia una procedura di valutazione sull'opportunità di procedere alla sostituzione. Il processo di sostituzione del gestore è disciplinato secondo il seguente iter:

- a) le problematiche che possono condurre alla sostituzione sono le seguenti:
  - performance significativamente inferiori rispetto all'obiettivo espresso dal benchmark;
  - non rispetto dei limiti operativi elencati nel contratto di gestione;
  - gestione non coerente con la filosofia gestionale perseguita dall'Ente;
- b) in ogni data di monitoraggio periodico dei gestori occorre accertare - per ciascun gestore - se siano state riscontrate le problematiche citate nel punto precedente;
- c) nel caso in cui una o più problematiche venisse accertata, è fatto obbligo di darne notizia alla società di gestione (sempre che ciò sia possibile, ovvero se esiste un legame diretto con la gestione o se tale legame può essere attivato), esortandola ad adoperarsi affinché il problema venga risolto. Se il monitoraggio successivo dovesse evidenziare il perseverare del problema, la comunicazione va reiterata sistematicamente;
- d) qualora il problema si dovesse protrarre per un periodo superiore ai 12 mesi, è fatto obbligo di comunicare alla società di gestione che, rilevata la natura

strutturale del problema, la stessa ha 6 mesi di tempo per sanare il problema, pena la sua sostituzione;

e) qualora il problema non venga risolto, il gestore deve essere sostituito.

### **3.4.2. Il monitoraggio degli investimenti acquistati direttamente**

Anche in riferimento ai titoli e agli altri asset acquistati direttamente dalla Cassa (il cosiddetto *risparmio amministrato*), si rende necessario lo sviluppo di un'attività di monitoraggio. Nell'ipotesi in cui il Consiglio di Amministrazione ritenesse che l'Ente non disponga, nei suoi organi interni, di tutte le competenze quantitative/finanziarie/immobiliari necessarie allo scopo di costruire un modello interno di monitoraggio, è data facoltà di ricorrere a soggetti esterni a cui è demandato il compito di sviluppare un modello di monitoraggio. A prescindere dalla soluzione adottata (sviluppo interno o *outsourcing*), il presente documento definisce i criteri generali ai quali gli organi interni dell'Ente o i consulenti esterni devono attenersi nello sviluppo del servizio di monitoraggio ex-post dell'amministrato.

#### **3.4.2.1. Criteri generali per il monitoraggio degli investimenti diretti**

L'attività di monitoraggio ex-post, svolta con una frequenza almeno trimestrale ovvero a cadenza annuale per gli investimenti immobiliari in forma diretta o finanziaria non negoziati in mercati regolamentati deve produrre, nei limiti dei dati e delle notizie disponibili per il relativo comparto di investimento ovvero laddove applicabili, le informazioni qui di seguito elencate:

- a) stima dei rendimenti conseguiti dal prodotto nell'ultimo trimestre, Ytd e nei singoli anni precedenti, dalla data di inizio investimento Ytd; relativo confronto con il rendimento del benchmark associato al prodotto attraverso la mappatura nelle asset class che compongono il benchmark. Per i prodotti di natura immobiliare non negoziati in mercati regolamentati, gli indicatori predetti andranno definiti su base annuale previa stima del valore di mercato degli immobili e/o net asset value;
- b) se il prodotto prevede una contabilizzazione diversa dal *mark-to-market*, occorre stimare anche delle misure di rendimento coerenti con il criterio di contabilizzazione utilizzato;
- c) attività di *risk management*, ovvero quantificazione dei rischi a cui il titolo espone la banca (rischio di tasso di interesse, rischio azionario, rischio di cambio, rischio di credito e rischio commodities);
- d) verifica del grado di coerenza del singolo prodotto rispetto al portafoglio in asset class nel quale il prodotto è stato mappato.

#### **3.4.3. Ruolo del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Esecutivo**

Il Consiglio di Amministrazione:

- **verifica** se le competenze interne alla Cassa siano sufficienti per espletare internamente l'attività di monitoraggio sui prodotti e, in caso di verifica negativa;
- **delibera** il ricorso ai servizi resi da uno o più soggetti esterni che, dotati di competenza ed esperienza nel campo della rendicontazione e monitoraggio mobiliare ovvero immobiliare, coadiuvino nell'attività di monitoraggio di tutti i prodotti in cui si è investito;
- **delega il Comitato Esecutivo a:**
  - **accertare**, previa consultazione dagli Organismi Consultivi e con il supporto della Direzione Amministrazione che l'attività di monitoraggio ex-post dei gestori, dei titoli acquistati direttamente, degli investimenti immobiliari in forma diretta e finanziaria dell'Ente sia coerente con i criteri guida di cui ai paragrafi 3.4.1, 3.4.2 di questo regolamento;
  - **intervenire** a seguito delle disfunzioni rilevate in sede di verifica della coerenza con i criteri guida, per assumere i necessari provvedimenti finalizzati al ripristino della coerenza;
  - **effettuare** il processo di sostituzione dei gestori, nel rispetto dell'iter procedurale riportato nel paragrafo 3.4.3 di questo documento;
  - **approvare** gli eventuali correttivi all'attività di monitoraggio di cui ai paragrafi 3.4.1.1 e 3.4.2.1 del presente documento, al fine di migliorare l'efficacia dell'attività stessa.

#### **3.4.4. Ruolo del soggetto/soggetti esterno/i erogatori del servizio di monitoraggio**

In presenza di uno o più soggetti esterni che coadiuvano il Comitato Esecutivo nello svolgimento dell'attività di monitoraggio dei gestori/prodotti/strumenti, tali soggetti:

- **si impegnano** a sviluppare un servizio di selezione dei gestori nel rispetto dei criteri citati nei paragrafi 3.4.1.1 e 3.4.2.1 del presente regolamento;
- **redigono** con periodicità almeno trimestrale ovvero a cadenza annuale per gli investimenti immobiliari in forma diretta o finanziaria non negoziati in mercati regolamentati una relazione sull'andamento dei prodotti in portafoglio coerentemente con quanto previsto nei paragrafi 3.4.1.1 e 3.4.2.1 di questo regolamento;
- **propongono** al Comitato Esecutivo le azioni correttive utili allo scopo di accrescere l'efficacia dell'attività di monitoraggio dei prodotti.

#### **3.5. IL MONITORAGGIO COMPLESSIVO DEL PATRIMONIO**

Il momento conclusivo della valutazione della performance deve essere rappresentato da un'analisi che, integrando l'effetto reddituale prodotto dai

singoli prodotti sulle diverse porzioni del patrimonio, misuri l'andamento reddituale complessivo del patrimonio della Cassa.

L'analisi ex-post dei risultati conseguiti dal patrimonio nel suo complesso rappresenta un momento di verifica importante allo scopo di valutare:

- se la redditività conseguita sia in linea con le aspettative del Consiglio di Amministrazione e soprattutto con gli obiettivi di rendimento fissati ex ante al fine di assicurare l'equilibrio finanziario di lungo termine dell'Ente;
- il contributo reddituale apportato da ciascun prodotto in portafoglio.

In ragione della criticità di questa fase del processo di gestione, l'attività di valutazione della performance complessiva viene disciplinata all'interno di questo documento, al fine di disegnare un iter operativo il cui rispetto permetta di svolgere tale attività in modo tempestivo, efficace ed efficiente.

Nell'ipotesi in cui il Consiglio di Amministrazione ritenga che l'Ente non disponga, nei suoi organi interni, di tutte le competenze quantitative/finanziarie/immobiliari necessarie allo scopo di costruire un modello interno di valutazione della performance complessiva, è data facoltà di ricorrere a consulenti esterni a cui è demandato il compito di sviluppare un modello di valutazione della performance. Per ragioni di convenienza economica e per similarità della funzione espletata, è conveniente attribuire tale mandato al medesimo soggetto che svolge il servizio di monitoraggio dell'operato dei gestori (cfr. paragrafo 3.4 di questo documento).

### **3.5.1. Criteri generali per il monitoraggio complessivo**

Il presente documento definisce i criteri generali ai quali gli organi interni dell'Ente o il consulente esterno devono adeguarsi nello sviluppo del servizio, con frequenza trimestrale ovvero a cadenza annuale per gli investimenti immobiliari in forma diretta o finanziaria non negoziati in mercati regolamentati, di valutazione della performance complessiva. Tali criteri, ritenuti necessari per una corretta valutazione della performance, nei limiti dei dati e delle notizie disponibili per il relativo comparto di investimento ovvero laddove applicabili, sono qui di seguito elencati:

- a) confronto tra la composizione corrente in asset class del patrimonio e l'asset allocation strategica deliberata, con relativa quantificazione dello scostamento mediante stima della distanza euclidea;
- b) stima del rendimento (del tipo *money weighted*) trimestrale e ytd; e successivo confronto con il rendimento atteso. Per i prodotti di natura immobiliare, gli indicatori predetti andranno definiti semestralmente sulla base della rendicontazione fornita dai gestori ovvero della stima del valore di mercato o di net asset value;
- c) quantificazione del contributo economico di ciascun prodotto alla redditività complessiva del patrimonio;

- d) valutazione complessiva del grado di coerenza del portafoglio prodotti rispetto all'asset allocation deliberata.

### 3.5.2. Ruolo del Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione:

- **verifica** se le competenze interne all'Ente siano sufficienti per espletare internamente l'attività di valutazione della performance complessiva dell'ente e, in caso di verifica negativa, **delibera** il ricorso ai servizi resi da un soggetto esterno che, dotato di competenza ed esperienza nel campo della valutazione della performance, coadiuvi il Consiglio di Amministrazione nell'attività di valutazione della performance complessiva della Cassa;
- **accerta** che l'attività di valutazione della performance complessiva dell'Ente sia coerente con i criteri guida di cui al paragrafo 3.5.1 di questo documento;
- **interviene** a seguito delle disfunzioni rilevate in sede di verifica della coerenza con i criteri guida, per assumere i necessari provvedimenti finalizzati al ripristino della coerenza;
- **approva** gli eventuali correttivi all'attività di valutazione della performance complessiva della Cassa di cui al paragrafo 3.5.1 del presente documento, al fine di migliorarne l'efficacia.

### 3.5.3. Ruolo del soggetto esterno erogatore del servizio di valutazione della performance complessiva dell'Ente

In ipotesi di presenza di un soggetto esterno che coadiuva il Consiglio di Amministrazione nello svolgimento dell'attività di valutazione della performance complessiva dell'Ente, tale soggetto:

- **si impegna** a sviluppare un servizio di valutazione della performance nel rispetto dei criteri citati nel paragrafo 3.5.1 del presente documento;
- **redige** con periodicità almeno trimestrale per la parte mobiliare e annuale per la parte immobiliare una relazione sull'andamento della performance complessiva del Fondo che sintetizza le informazioni di cui al paragrafo 3.5.1 di questo documento;
- **propone** al Consiglio di Amministrazione le azioni correttive utili allo scopo di accrescere l'efficacia dell'attività di valutazione della performance.