

# TREN D

Fatti, fenomeni, studi, ricerche che fanno tendenza

## DAGLI ANALISTI AIAF OTTO PROPOSTE ANTICRISI

**Efficienza e trasparenza dei mercati finanziari sono le condizioni indispensabili per uscire dalla fase recessiva. Analisi e suggerimenti per ridefinire regole e meccanismi del sistema finanziario. "Eliminare Isvap e Covip"**



■ a cura di **Lorenzo Simoncelli**

**C**ome contrastare la crisi di fiducia che ancora pervade importanti segmenti dei mercati finanziari? Ecco le otto proposte dell'Associazione Italiana Analisti Finanziari (vedere lo specchio nella pagina a fianco), volte a richiamare l'attenzione delle Autorità e dell'opinione pubblica per superare indenni l'attuale fase di recessione. Impossibile ricreare le dinamiche per un ordinato sviluppo dei mercati senza un rinnovato sistema di regole e di maggiore trasparenza nel sistema finanziario. Il rischio elevato di un collasso del sistema finanziario internazionale, ha posto le premesse per una riflessione critica sugli aspetti della supervi-

**Gregorio De Felice**

AIAF

PRESIDENTE

### Focus

■ Non è possibile ricreare le dinamiche per uno sviluppo corretto dei mercati finanziari senza un rinnovato sistema di regole e di maggiore trasparenza.

■ Gli attuali sistemi di vigilanza europei e mondiali non sembrano funzionare a sufficienza. Anche in Italia servirebbe una sola autorità di controllo. Rendendo così più snella ed efficace la struttura dei controlli.

■ Gli hedge funds di diritto italiano sono molto controllati. Molto di più dei corrispettivi anglosassoni, dove si sono registrati 31 casi di fallimento dal 2007.

■ Il rating è stato uno delle principali cause della crisi. Serve una maggiore trasparenza da parte delle agenzie sulle metodologie utilizzate per i loro giudizi.

■ Un'informazione finanziaria diffusa e corretta potrebbe essere l'arma in più in futuro per evitare una nuova crisi di questa portata.

sione e della vigilanza. L'istituzione di una singola Autorità di controllo e l'adozione di un modello per funzioni, la maggiore trasparenza su strumenti finanziari complessi (derivati, CDS), la necessità di separare l'attività di rating delle Agenzie di valutazione del credito dall'attività di consulenza sono, secondo l'AIAF, alcune delle proposte vincenti per superare l'attuale contingenza economica.

### **DE FELICE: "UNA SOLA AUTORITA' DI CONTROLLO"**

La crisi che ha colpito la finanza ha messo in luce i molteplici difetti degli attuali sistemi di vigilanza, sia quelli con un singolo regolatore, che quelli con più authority, specializzati per segmenti o per funzioni. «Occorre rafforzare le funzioni di coordinamento tra gli organi nazionali di vigilanza», afferma Gregorio De Felice, presidente AIAF, «pervenendo alla creazione di una singola Autorità di controllo. In Italia bisognerebbe eliminare l'ISVAP e la COVIP per una maggiore semplificazione». La costituzione di un'authority sovranazionale non è certo cosa rapida, ma non si può farsi scappare forse una delle poche cose positive che la crisi ha portato: rendere più snella ed efficiente la struttura dei controlli. Secondo l'AIAF una soluzione potrebbe essere un modello di controllo per funzioni. Cioè un'organizzazione dell'attività regolamentare e di vigilanza ordinata a livello nazionale per finalità: macrostabilità, microstabilità, trasparenza e concorrenza. Ognuna affidata ad autorità separate. In Europa, esclusa la macrostabilità, che rimarrebbe sotto la responsabilità delle banche centrali, negli altri tre ambiti si potrebbe creare una struttura federale. Così facendo si avrebbero regole comuni per tutti i paesi membri.

### **MODERARE BASILEA 2, NON PIU' COEFFICIENTI FISSI**

Qualora venisse accolto il suggerimento del Gruppo dei Trenta (i trenta economisti più influenti, ca-

pitanati da Volcker): «esprimere i coefficienti di riferimento in termini di intervallo di valori, anziché in modo puntuale», potrebbe cambiare il posizionamento degli intermediari. Infatti, nelle fasi di maggiore esuberanza dei mercati potrebbe essere richiesto loro di posizionarsi nella parte alta del range. Invece, in periodi di crisi gli sarebbe concesso situarsi nella parte bassa dell'intervallo. Tutto questo per frenare l'effetto prociclico degli indici di solvibilità introdotti da Basilea 2. Accordo che si pone l'obiettivo di accrescere la sensibilità al rischio dei requisiti minimi di capitale. Ad amplificare questo effetto, la contingente fase economica. Infatti, in recessione concorrono le perdite sui crediti e le svalutazioni delle attività finanziarie e dell'avviamento, che deprimono gli utili, l'opposto si verifica invece nelle fasi di espansione economica.

### **CLEARING HOUSE PER MAGGIORE LIQUIDITA' DEL MERCATO**

«Solo il 10% degli strumenti finanziari circola sui mercati regolamentati, il resto è trattato over the counter». Questa affermazione del presidente dell'AIAF, Gregorio De Felice, rende molto chiara la rilevanza del problema. CDS, derivati OTC e le Collateralized Debt Obligations (CDOs) sono strumenti finanziari ad elevato grado di rischio e con scarsa liquidità. Proprio per questo secondo l'AIAF è necessario creare una clearing house per la liquidazione e la compensazione delle operazioni di negoziazione su questi strumenti finanziari. Servono poi, sempre secondo AIAF, più informazioni, una restrizione della vendita di derivati solo alle categorie più qualificate, e infine piattaforme elettroniche per la contrattazione di CDS.

### **HEDGE FUNDS: ITALIA ESEMPIO PERTUTTI**

Per una volta l'Italia non ha nulla da invidiare alle altre nazioni. Infatti, gli hedge funds di diritto italiano sono sottoposti ad un elevato controllo da parte delle

continua a pag. 010

## **Le proposte dell'AIAF contro la crisi di fiducia**

1

Modificare gli attuali modelli di supervisione e di vigilanza, aumentandone il grado di coordinamento a livello europeo, consolidando le funzioni a livello nazionale e riducendo il numero delle autorità di controllo.

2

Moderare il carattere prociclico dell'accordo di Basilea2, sostituendo i coefficienti fissi con un intervallo di valori.

3

Accrescere la trasparenza nel collocamento e nella negoziazione di strumenti finanziari complessi, evitando ad esempio il collocamento presso le Amministrazioni pubbliche.

4

Aumentare il controllo sull'attività degli hedge fund internazionali.

5

Risolvere i problemi tecnici e i potenziali conflitti di interesse che caratterizzano l'attività delle agenzie di rating.

6

Rafforzare i sistemi di controllo delle imprese anche attraverso un esame periodico dei modelli di governance.

7

Migliorare alcuni aspetti dei meccanismi di remunerazione del top management.

8

Accrescere il livello e la qualità dell'educazione finanziaria.



■ di Luca La Ferla\*

Insider

## “Nessun dorma”

**N**onostante la crisi, ricerca, tecnologie e prodotti continuano ad alimentare i mercati. Forse a un passo meno sostenuto, ma la macchina è ancora in movimento. In questo ambito, vi sono diverse novità ogni settimana e alcune hanno attirato la mia attenzione più di altre. In particolare, una ricerca molto interessante, relativa ad un esperimento di fusione nucleare controllata mediante raggi laser “condensati”. Il tutto si svolge al Lawrence Livermore National Laboratory in California (<https://lasers.llnl.gov/>), centro di ricerca finanziato con fondi federali.

### **Nucleare: centrali pulite nel 2010?**

L'esperimento ha l'obiettivo di creare “una stella in miniatura sulla terra”, come poeticamente citato sul sito, per creare energia pulita. Si tratta di puntare 192 laser su un atomo di idrogeno e farlo “esplosione”, generando energia pari alla massa moltiplicata per il quadrato della velocità della luce, cioè la formula più conosciuta al mondo,  $E=mc^2$ . Ora il problema comune a tutte le tecniche di fusione è che per fare esplodere quell'atomo sono necessarie delle temperature paragonabili a quelle che si raggiungono nei nuclei delle stelle. L'obiettivo è quello di ottenere un risultato positivo tra la quantità di energia necessaria per la condensazione dei 192 raggi laser su un unico atomo, e quella sprigionata dalla fusione controllata. Hanno tempo fino al 2010 per dare una risposta. Non è detto che ci riescano, ma ci stanno provando e se avessero successo si potrebbe realizzare un modello di centrale nucleare “pulita”, andando a risolvere l'annoso problema delle scorie radioattive. Una tecnologia che nel nostro paese potrebbe rispondere in modo adeguato all'enorme problema “energia” che da decenni rimane nei cassetti dei governi, senza ricorrere a soluzioni nucleari “sporche”.

### **TLC: rete sempre più veloce**

Sul lato delle telecomunicazioni, segnalò

la prima dimostrazione della tecnologia VSDL2 che ha raggiunto velocità di trasferimento esaltanti (500mbits!) sul vecchio cavo di rame che, attraverso il telefono fisso, raggiunge tutte le nostre case. Anche la metà di questa velocità “inverso-simile”, consentirebbe il confluire di tutti i servizi interattivi e multimediali in ogni luogo raggiunto dalla telefonia fissa. E se non arriva il doppiino di rame, possiamo sperare nell'adozione del modello “millimeter wave” che promette i 12 Gbit di larghezza di banda senza fili. A questo aggiungiamo il web vocale (in cui la navigazione avviene mediante comandi vocali e interpretazione semantica delle richieste) in corso di realizzazione, e l’“always on” sarà alla portata di tutti.

### **Energia: nuove batterie per il futuro**

Infine, un'altra interessante scoperta, che potrebbe cambiare notevolmente il nostro futuro, è quella della conservazione dell'energia elettrica in assenza di reazioni chimiche.

In pratica, si sono scoperte delle proprietà dei campi magnetici che permetterebbero di costruire dei nuovi tipi di batterie solide in grado di trattenere energia per essere rilasciata successivamente senza ricorrere al modello chimico classico. Siamo solo all'inizio, ma se la soluzione risultasse sufficientemente efficiente, potrebbe essere una rivoluzione copernicana nella sofisticata tecnologia della conservazione dell'energia.

A conclusione di questa rapidissima carrellata di alcune nuove tecnologie, mi auguro che i piani anti-crisi che si stanno approntando a ogni livello e grado governativo, tengano presente che investire oggi in ricerche ed applicazioni di questo tipo potrebbe essere la soluzione per risolvere la crisi incalzante e per un domani più sereno. E non continuino a stanziare cifre da capogiro solo per salvare le banche da loro stesse e settori industriali chiaramente decotti, come, purtroppo, stanno già facendo.

\*FONDATORE DIGITALTRUST

segue da pag. 009

Autorità di Vigilanza. Diversa la situazione nel mondo anglosassone dove, secondo il Global Financial Stability Report, a partire dal 2007, si sarebbero registrati 31 casi di fallimento, tra i soli fondi hedge fixed-income. Viste le strategie complesse di questi fondi di investimento i senatori americani Levin e Grassley hanno recentemente proposto la Hedge Funds Transparency Act, che prevede: l'obbligo di registrazione dei fondi hedge presso la Security Exchange Commission; l'adeguamento agli standard contabili della Commissione e prescrizioni in tema di disclosure.

### **SUL RATING AIAF D'ACCORDO CON LA COMMISSIONE EUROPEA**

A seguito della proposta di Regolamento della Commissione Europea l'AIAF concorda in particolare sull'opportunità di separare l'attività di rating dalla consulenza. Altro punto caldo è la necessità di assicurare un maggiore grado di trasparenza in merito ai processi e alle metodologie utilizzate dalle agenzie. Molto importanti anche le metodologie per la valutazione del merito creditizio. Secondo l'AIAF devono essere descritte al mercato in modo dettagliato anche con esempi che indicano l'intero processo di analisi. Elemento cruciale poi è la standardizzazione delle scale di rating fra le varie agenzie. «E' utile adottare una scala universale del merito creditizio in termini di probabilità di default», spiega Gregorio De Felice, presidente AIAF, «consentirebbe così di accrescere la trasparenza e la comprensibilità delle valutazioni». Non d'accordo con la Commissione Europea sulla remunerazione delle società di rating, l'AIAF ritiene che un maggior controllo dei conflitti d'interesse si possa ottenere imponendo l'informazione sul costo della valutazione di rating sulla nota integrativa del bilancio dell'emittente.

“ La linea comune è una drastica riduzione di incentivi e bonus. Inoltre la cosiddetta remunerazione variabile deve essere valutata su obiettivi di medio-lungo periodo (3-5 anni) ”

#### VALUTAZIONI PERIODICHE PER UNA MAGGIORE EFFICIENZA DELLA GOVERNANCE

Tra i tanti insegnamenti che la crisi del 2008 ci lascerà c'è sicuramente una maggiore attenzione alla reale efficienza ed efficacia dei sistemi di amministrazione e controllo. Non bastano enunciazioni formali, bensì valutazioni periodiche e responsabili dei modelli di governance e dei sistemi di controllo preventivo. Ciò che conta di più, secondo l'AIAF, per limitare l'insorgenza di conflitti d'interesse è l'assoluta indipendenza dei sistemi di controllo interno rispetto alla società di revisione della capogruppo.

#### INCENTIVI E BONUS SOLO A RISULTATI CERTI

Sui temi relativi al governo societario, in questo periodo tutto il mondo è paese. Dall'America di Obama al nostro continente non è vita facile per i top manager abituati a stipendi d'oro. La linea comune è una drastica ridu-

zione di incentivi e bonus. Inoltre la cosiddetta remunerazione variabile deve essere valutata su obiettivi di medio-lungo periodo (3-5 anni). Con questo non si vuole dare un taglio netto agli stipendi del top management, bensì valutare bene prima i risultati raggiunti e poi concedere gli eventuali extra. Anche i bonus devono essere realizzati con gradualità dai beneficiari, soprattutto se stock option.

#### FINANCIAL EDUCATION LA BASE PER RIPARTIRE

Con l'innovazione finanziaria l'asimmetria già esistente tra mondo finanziario e cliente retail è andata aumentando. Due gli interventi, secondo AIAF, da fare. Il primo, più a breve termine, consiste in una corretta informazione; il secondo invece sul lungo periodo, mira ad una maggiore qualità dell'educazione finanziaria. Financial education che oltre a migliorare l'allocazione delle risorse aiuta ad evitare che in futuro si ripropongano crisi di questo genere. ■

La rivista per la tutela legale, fiscale, assicurativa e finanziaria dei patrimoni di famiglia

EDITRICE  
**LE FONTI**



Per informazioni

[info@editricefonti.it](mailto:info@editricefonti.it)

Solo in abbonamento

[www.finanzaediritto.it/riviste.php](http://www.finanzaediritto.it/riviste.php)

## Mondo Alternativo

### LA IOSCO SI CONCENTRA SULLA VIGILANZA SUGLI HEDGE FUND

La Iosco, l'organizzazione mondiale delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari, ha pubblicato un documento di consultazione sul tema della vigilanza sugli hedge funds. Il documento, spiega la Consob nella newsletter settimanale, è stato redatto dalla task force, appositamente costituita nello scorso novembre nell'ambito del Comitato tecnico della Iosco, co-presieduta da Lamberto Cardia, presidente della Consob, e da Hector Sants, chief executive della Fsa, l'autorità di vigilanza del Regno Unito. Obiettivo del gruppo di lavoro è quello di valutare ipotesi di regolamentazione che possano mitigare i rischi associati all'attività di trading dei fondi speculativi e alla loro tradizionale opacità.

### FEBBRAIO IN LIEVE CALO PER GLI HF

Secondo quanto comunicato da Credit Suisse l'indice Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index sha registrato un calo nel mese di febbraio intorno allo 0,45% a livello di paniere generale che raccoglie l'andamento di oltre 5.000 fondi hedge. Le notizie provenienti dal mondo della finanza (le crisi Aig, Royal Bank of Scotland e Ubs) hanno continuato a pesare sul settore azionario. Gli hedge hanno però fatto meglio del mercato di riferimento, sovraperformando l'indice MSCI World Index del 10,04% in febbraio e del 17,9% su base annua. Questo è stato reso possibile dall'operatività short adottata da molti gestori, cosa che permette di ridurre l'esposizione netta verso i mercati azionari e in secondo luogo, alla minor pressione che arriva dai riscatti che nell'ultimo trimestre del 2008 avevano costretto molti gestori a ven-

dere posizioni a mani basse. Tra le singole strategie, i fondi Dedicated Short Bias si sono ancora aggiudicati la miglior performance mensile con un incremento del 4,09%. In luce anche i Convertible Arbitrage.

### GLI HEDGE TORNANO COMPRATORI DI AZIONI

Gli hedge fund tornano a essere Tori sui mercati azionari. Secondo un'analisi targata Ubs i fondi alternativi americani hanno ripreso a comprare più azioni di quante ne stanno vendendo per la prima volta da ottobre scorso, a fronte del comportamento ancora opposto tenuto da fondi comuni e la maggior parte dei grandi investitori.

Nella fotografia scattata a metà marzo dall'analista David Bianco, gli hedge fund clienti di Ubs hanno avuto un saldo netto tra acquisti e vendite di titoli azionari per ben 140 milioni di dollari nelle quattro settimane precedenti.

I settori più venduti dai fondi alternativi sono health care e industriali mentre gli acquisti hanno premiato le società tecnologiche.

### LA SCOMMESSA "DISTRESSED" RICHIAMA NUOVI FONDI

I manager più aggressivi si stanno già attrezzando: la scommessa speculativa dell'anno saranno gli investimenti distressed, quelli cioè a rischio default, ma che hanno resistito alla grande selezione che i mercati hanno fatto negli ultimi mesi tramite il doloroso passaggio dei fallimenti. Philip Falcone, che guida l'Harbinger Capital Partners con i suoi 7 miliardi di dollari di asset, sta per lanciare appunto un hedge fund che punterà sulle distressed securities, soprattutto bond e prestiti che navigano in cattive acque.

Il suo nome è Credit Distressed Blue Line fund.

### RIESPLODE LA VOGLIA DI NUOVI HF

Difficile dire se la crisi dell'industria degli hedge fund sia definitivamente passata. Quello che è certo è che hanno ripreso le nascite di nuovi fondi alternativi, dopo una tasso di mortalità che ha toccato nel 2008 il 15% del fondi del settore. Un esempio è il lancio da parte della londinese Armajaro asset management di un nuovo strumento di investimento dedicato ai nuovi mercati emergenti. Alla sua guida è stato chiamato Michel Danechi e reso operativo entro la fine del primo semestre 2009.

### SCOPPIA LA PASSIONE TRA ETF E HEDGE FUND

Il mondo Etf e quello alternativo sono sempre più attratti l'uno dall'altra.

Mentre a Francoforte Deutsche Bank lancia il primo Etf in Europa che ha come sottostante un paniere di indici di strategie hedge fund, negli Stati Uniti l'unione è già più profonda. IndexIQ sta per quotare cinque Etf, ognuno dei quali sarà agganciato a singoli indici di strategie hedge creati dalla controllata Financial Development.

I nomi dei cinque cloni sono IQ Hedge Multi-Strategy Tracker Etf, IQ Hedge Macro Tracker ETF, IQ Hedge Long/Short Tracker ETF e IQ Hedge Event-Driven Neutral Tracker ETF.

### LA TRASPARENZA E' DIVENTATA LA CHIAVE DEL SUCCESSO

Che la trasparenza sarà il fattore critico di successo per gli hedge fund non è più solo un'ipotesi, ma è ormai una realtà. Lo dimostra il successo di Nottingham, società di servizi amministrativi per fondi alter-

nativi, che ha impostato il suo lavoro di supporto per gli hf sul business della "trasparenza". La ricerca semestrale firmata Hedgefund.net presso i gestori di fondi alternativi ha messo proprio questa società come l'amministratrice di hf a più alto tasso di crescita del mondo.

Gli asset sotto amministrazione di Nottingham sono cresciuti del 390% nel secondo semestre del 2008, per un totale di 6,6 miliardi.

### 1° BIMESTRE: RECORD DI SOVRAPERFORMANCE PER GLI AZIONARI

Conclusa la parentesi dell'ultimo quadrimestre 2008, in cui gli hedge fund non hanno potuto fare altro che dimezzare le perdite per i loro investitori rispetto a mercati azionari in caduta libera, nei primi due mesi del 2009 i fondi di hedge internazionali sono ripartiti con forza, evidenziando il ritorno al segno positivo (+0,38% in base all'Indice Hfri Funds of Funds Composite Index) a fronte di mercati azionari ancora in forte perdita (-18,1% l'Msci World Total Return Index in dollari). Un'analisi dell'Ufficio Studi di MondoHedge su un orizzonte temporale che va da gennaio 1990 (data di avvio degli Indici Hfri) a febbraio 2009 rivela che questo risultato rappresenta la seconda migliore sovra-performance rispetto ai mercati azionari mai realizzata dagli hedge fund in un bimestre (+18,48%). E i fondi hedge italiani? Registrando l'analisi dal gennaio 2002 (data di avvio degli indici MondoHedge realizzati in collaborazione con Mps Alternative Investments Sgr) a febbraio 2009, MondoHedge stima che nei primi due mesi dell'anno i fondi di hedge italiani dovrebbero aver registrato il miglior extra rendimento di sempre, battendo l'indice Mittel della Borsa di Milano di oltre 16 punti (+16,55%).

# BORSE: PUNTARE SU SOLIDITÀ E UTILI VISIBILI

La ricerca di sicurezza deve spingere verso società di elevata qualità. Ecco le strategie della casa di investimento M&G e i titoli preferiti dal gestore del fondo specializzato sulle azioni europee, con le motivazioni di ciascuna scelta



Giles  
Worthington

M&G

GESTORE DI M&G PANEUROPEAN

■ di Giles Worthington  
gestore del fondo  
M&G Pan European

In uno scenario incerto come quello attuale, è comprensibile che gli azionisti cerchino sicurezza per i propri investimenti e preferiscano società solide e di elevata qualità. Per questo continuo ad aumentare le mie posizioni su società affermate, con una forte visibilità degli utili, che possono realizzare rendimenti sostenibili in tutte le fasi del ciclo economico.

## COLRUYT

Da questo punto di vista, mi piacciono particolarmente la catena belga di supermercati discount Colruyt e l'operatore tedesco di cliniche per dialisi Fresenius Medical Care. Entrambi offrono una crescita dei profitti prevedibile e dovrebbero essere premiate per la propria capacità di migliorare regolarmente gli utili. Inoltre, vantano entrambe una posizione di forte vantaggio competitivo, che le differenzia dai propri concorrenti. Nello specifico, il consiglio di amministrazione di Colruyt pone una forte enfasi sulla qualità degli utili, l'investimento sostenibile del capitale e l'efficienza operativa.

## FRESENIUS MEDICAL CARE

Per quanto riguarda Fresenius Medical Care, mi aspetto che l'azienda sia tra i principali beneficiari della campagna governativa per la razionalizzazione della spesa medica e la riduzione dei costi sanitari. In aggiunta, grazie alle proprie dimensioni e alla posizione dominante sul mercato, la società si avvantaggia dei costi più

bassi del settore, ed è sul punto di espandersi in Usa, Europa e mercati emergenti. Essendo in grado di generare una forte liquidità, Fresenius sarà in grado di perseguire qualunque programma di espansione oltreoceano senza richiedere supporto finanziario esterno.

Nell'attuale scenario di ristrettezza del credito, è fondamentale investire in società che ricorrono limitatamente alla leva e che possono generare flussi di cassa sufficienti per autofinanziare le proprie ambizioni di crescita. Le società che generano liquidità saranno in una posizione di grande vantaggio rispetto ai competitor fortemente indebitati, e saranno in grado di acquisire i player più deboli, accrescendo la propria quota di mercato. I cosiddetti "sopravvissuti" dovrebbero emergere dalla crisi in una posizione ancora più forte di prima.

## RYANAIR

Per lo stesso motivo, ritengo che anche Ryanair sia un'interessante opportunità d'investimento. La compagnia aerea cade probabilmente in uno dei settori al momento meno popolari; tuttavia l'impegno senza pari di Ryanair a tagliare i costi e massimizzare i margini dovrebbe superare qualsiasi dubbio sul settore. Ryanair è una società ben gestita, con un bilancio sano, nella posizione ideale per avere successo laddove molte compagnie aeree sono vulnerabili e costrette e ritirarsi. La minor competizione consentirebbe all'azienda di Dublino di gestire più tratte e, più importante, aumentare i prezzi per far crescere gli utili.

È però comprensibile che il caos sui

**continua a pag. 015**

### ■ BORSA ITALIANA AVANTI A TUTTO ETF PLUS

E' sempre più vivace l'attività di trading su Etf e Etc nei circuiti del gruppo Lse/Borsa Italiana. Nel febbraio 2009 la media giornaliera dei contratti realizzati sui sistemi telematici su Etf e Etc è infatti salita a 9.743, +38% rispetto a febbraio 2008. Anche il controvalore medio giornaliero è cresciuto del 38% sullo scorso anno, raggiungendo i 348 milioni di euro. L'incremento dell'attività sui fondi e le commodity quotate è risultato superiore anche a quello sui derivati. Infatti la media giornaliera dei contratti standard registrati su Idem e Edx ha registrato un moderato incremento del 12% sullo scorso anno, a 398.961. Il confronto non è neanche proponibile sul fronte del controvalore scambiato in media ogni giorno che è invece sceso del 47%, se confrontato con febbraio 2008, a 3,8 miliardi di euro.

### ■ DEBUTTA L'ETF AGGANCIATO A INDICE DI FONDI HEDGE

Si avvicinano i mondi Etf ed hedgefund. Il merito va a Deutsche Bank che ha messo in quotazione sulla Borsa tedesca il primo Etf al mondo agganciato a un indice di fondi hedge. Si tratta dello X-trackers db Hedge Fund Index Etf (Isin LU0328476337). Il fondo ha l'obiettivo di replicare le performance del db Hedge Fund Index, calcolato da Deutsche Bank Ag London Branch ed ha un costo di gestione annua dello 0,90%. Attenzione però. Non è il solo costo da sostenere: al fondo sono anche caricate le commissioni di mantenimento e calcolo del benchmark e la copertura sul cambio euro/dollaro per un ammontare annuo dello 0,48% e quindi per un Ter dell'1,38%. L'indice sottostante

è costruito con cinque sottoidici, composti da un numero variabile di fondi hedge e basati sulle strategie più diffuse al mondo: dbX-Thf Equity Hedge Index, dbX-Thf Event Driven Index, dbX-Thf Systematic Macro Index, dbX-Thf Credit and Convertible Arbitrage Index, dbX-Thf Equity Market Neutral Index.

### ■ DA ISHARES NUOVI ETF SUL REDDITO FISSO

iShares, il primo gestore al mondo degli Etf, ha arricchito l'offerta di cloni per gli investitori europei con quattro fondi armonizzati.

Nel dettaglio sono stati lanciati l'iShares Barclays Euro Aggregate Bond (Isin IE00B3DKX041), l'iShares Barclays Euro Corporate Bond (Isin IE00B3F81R35), l'iShares Citigroup Global Government Bond (Isin IE00B3FH7618) e l'iShares Barclays Euro Treasury Bond 0-1 (Isin IE00B3F81K65).

Le nuove proposte sono quotate sul palcoscenico multi-valuta della Borsa di Londra.

Gli indici sottostanti sono famosi benchmark obbligazionari, una volta targati Lehman Brothers, ormai forniti da Barclays Capital, tranne nel caso dell'indice firmato Citigroup

### ■ LE BORSE DI CINA E INDIA SECONDO CREDIT AGRICOLE

Tra le ultime proposte firmate Crédit Agricole Structured Asset Management (Casam) spiccano alcune proposte legati a indici di mercati emergenti.

In particolare meritano attenzione il Casam Etf Msci China (Isin FR0010713784) e il Casam Etf Msci India (Isin FR0010713727).

Il primo ha un costo annuo dello 0,55% e presenta come sottostante l'indice Msci China H Index Net Return, un paniere calcolato in dollari che scommette nelle cinquanta maggiori

società quotate alla Borsa di Hong Kong di classe H (aperte quindi anche agli investitori stranieri) che sono costituite in Cina e denominate in dollari di Hong Kong.

Il secondo Etf ha un costo annuo dello 0,80% e punta su un basket di circa sessanta azioni indiane, rappresentative di circa l'85% dell'intera capitalizzazione dell'India.

Il sottostante è l'Msci India Index Net Return calcolato in dollari, ma la valuta con cui è trattato il sottostante è la rupia indiana.

### ■ NOVITA' ORIGINALI PER LA BORSA ITALIANA FIRMATE ISHARES

Hanno debuttato sull'Etfplus di Borsa Italiana due nuove proposte targate iShares.

Si tratta dello iShares Euro Covered Bond (Isin IE00B3B8Q275) e dello iShares S&P Emerging Markets Infrastructure (Isin IE00B2NP1135).

Il Ter annuo ammonta nel primo caso allo 0,20% e nel secondo dello 0,74%. L'iShares Euro Covered Bond punta a replicare l'indice Markit iBoxx Euro Covered, costituito da 33 obbligazioni emesse da istituti finanziari e garantite (covered) da un paniere di asset che comprende mutui ipotecari, prestiti di amministrazioni pubbliche, titoli del debito pubblico.

Il merito di credito dell'emittente dei bond deve essere pari o superiore all'investment grade. Discorso ben diverso per l'iShares S&P Emerging Markets Infrastructure.

L'Etf vuole replicare i movimenti dell'indice S&P Emerging Markets Infrastructure, costituito da un paniere di 30 titoli, rappresentativo delle società a più alta capitalizzazione quotate nei mercati emergenti che operano nei settori delle infrastrutture: industria dei trasporti, servizi di pubblica utilità ed energia.

Sotto il profilo geografico i Paesi più rappresentati sono Cina, Brasile e Hong Kong.

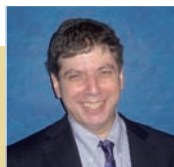
### ■ SPA ETF DICE ADDIO A PIAZZA AFFARI

Borsa Italiana ha comunicato che su richiesta dell'emittente a decorrere dal 30 marzo 2009 sono stati cancellati dal listino EtfPlus i 6 Etf emessi da SPA ETF. In particolare la mossa coinvolge lo Spa MarketGrader 40, lo Spa MarketGrader 100, lo Spa MarketGrader 200, lo Spa MarketGrader Large Cap, lo Spa MarketGrader Mid Cap e lo Spa MarketGrader Small Cap. Spa Etf plc ha voluto precisare di rimanere comunque convinta della capacità della metodologia MarketGrader di generare extra ritorni nel lungo periodo nel mercato americano ed è intenzionata a mantenere la quotazione dei proprio strumenti nel mercato britannico dove sono negoziabili in dollari e sterline.

### ■ SI ALLARGA L'OFFERTA EUROPEA DI ETFLAB

EtfLab Investment GmbH ha portato in quotazione alla Borsa tedesca i suoi primi Etf obbligazionari, armonizzati Ucits III: EtfLab iBoxx Eur Liquid Sovereign Diversified 1-10 (Isin DE000EYFL110), EtfLab iBoxx Eur Liquid Sovereign Diversified 1-3 (Isin DE000ETFL128), EtfLab iBoxx Eur Liquid Sovereign Diversified 3-5 (Isin DE000ETFL136), EtfLab iBoxx Eur Liquid Sovereign Diversified 5-7 (Isin DE000ETFL144), EtfLab iBoxx Eur Liquid Sovereign Diversified 7-10 (Isin DE000ETFL151), EtfLab iBoxx Eur Liquid Sovereign Diversified 10+ (Isin DE000ETFL169).

Il Ter annuo è di appena lo 0,15. Gli indici sottostanti punta a replicare le performance dei maggiori e più liquidi titoli di Stato dell'Eurozona sulle varie scadenze.



## “Per investire nell’etica serve un buon Fund Manager”

**G**li investimenti socialmente responsabili stanno sperimentando una crescita sempre maggiore; alla fine del 2007 sono stati circa 1600 miliardi di euro gli investimenti distribuiti in portafogli selezionati in base a criteri di responsabilità sociale.

Alla luce delle recenti difficoltà del mercato, si potrebbe pensare che gli investitori riducano i loro investimenti in fondi etici per non trovarsi ad avere rendimenti troppo bassi. Nonostante gli investitori etici si trovino ad affrontare un certo numero di sfide che sono diverse da quelle degli investitori ordinari, non c’è alcuna ragione per credere che dovrebbero guadagnare meno rispetto agli investitori “non etici”.

### Strategie etiche: screening e attivismo

Come avviene la selezione degli investimenti socialmente responsabili? Le strategie etiche sono due: Screening e Attivismo. Screening significa selezionare i fondi che investono in quelle società che non fanno determinate cose che vengono definite e scelte dal Fund Manager, ad esempio non producono tabacco oppure non producono armi; attivismo significa invece che gli investitori etici cercano di fare pressione sulle politiche aziendali, eventualmente sostenendo un determinato progetto di aiuto o di assistenza alla comunità oppure facendo pressione per interrompere quelle attività che giudicano dannose. Come avviene il processo di screening? Si comincia da una lista di società e poi vengono eliminate quelle

che pare violino un determinato criterio come quello dell’eticità; chi fa lo screening potrebbe scegliere di non investire in quelle società che producono determinati prodotti o che trattano i loro lavoratori in un modo particolare.

### Portafoglio etico: ma stesse rendite

La Modern Portfolio Theory (MPT) ci dice come costruire un portafoglio di azioni per ottenere un determinato tasso di rendimento con un determinato grado di rischio.

Questa teoria ci dice anche che, restringendo il numero di azioni nelle quali è possibile investire, è probabile che questo non impatti sul rendimento atteso del portafoglio. In altri termini non c’è ragione perché un portafoglio etico debba necessariamente offrire agli investitori un rendimento tanto diverso da quello composto da un portafoglio di sole azioni ordinarie. Gli investitori “etici” che scelgono questa tipologia di fondi dovrebbero allora potersi sentire tranquilli con i propri investimenti senza incorrere in nessuna perdita per quanto riguarda il tasso di rendimento medio. Se però per una qualche ragione le performance dei portafogli etici fossero peggiori rispetto alla media del mercato, allora i cosiddetti “portafogli viziati” (che sono specializzati in investimenti tutt’altro che etici come le armi, il tabacco, il gioco e gli alcoolici) dovrebbero performare meglio rispetto alla media, offrendo agli investitori che non si sono interessati all’etica alti rendimenti. E ci sono alcuni

studi che dimostrano che i rendimenti dei fondi etici non sono poi molto diversi dai rendimenti delle altre tipologie di fondi.

### Attivisti: alla ricerca di migliori performance

L’attivismo è cosa diversa rispetto al processo di screening. I managers di un fondo etico che si occupano di fare lo screening dovrebbero guardare e sentire cosa fanno i managers di un fondo ordinario, che acquistano e vendono azioni solo dopo una lunga e attenta analisi (forse fanno un po’ più di analisi, dal momento che devono analizzare il business della società così come il loro comportamento).

Ma un attivista può fare molto di più. Dopo aver deciso in quale azienda investire, un manager “attivista” cercherà di cambiare il metodo di fare business in azienda, incoraggiandola a fare certe cose e a non farne altre. Nella migliore delle ipotesi, gli investitori attivisti miglioreranno la performance della società facendo investimenti che li rendano tutti più ricchi. Ma se gli attivisti impediscono alle aziende di fare qualcosa che potrebbe essere profittevole (o che comincia a fare qualcosa che anche se etico, non è così tanto profittevole) i rendimenti ne potrebbero soffrire. Non esiste una ragione perché gli investitori etici dovrebbero guadagnare meno rispetto agli altri investitori.

Con così tanti fondi disponibili, gli investitori sensibili verso l’etica possono trovare Fund Managers la cui etica è allineata con la loro.

\*COLE@CAPIREILMERCATO.COM

segue da pag. 015

mercati finanziari abbia fatto diventare gli investitori estremamente cauti. Guardando il lato positivo, le quotazioni dei titoli europei sono ai minimi da 15 anni ed è ora possibile investire in alcune delle migliori società growth della regione a valutazioni eccezionalmente interessanti.

Vengono in mente società come il gruppo software tedesco SAP e il

gigante della telefonia mobile Nokia; si tratta di aziende di prim’ordine a livello mondiale, con bilanci solidi e posizioni di leadership sul mercato che sono state vendute indiscriminatamente a causa della propria esposizione alla crisi economica.

### SAP

Grazie ad un modello di business basato sull’abbonamento ai servizi,

SAP ha entrate ricorrenti e continuerà quindi a generare una crescita costante degli utili, anche se le condizioni stanno peggiorando.

### NOKIA

Il focus di Nokia sulla produzione low-cost indica che, anche se i prossimi anni metteranno senza dubbio alla prova la forza dell’azienda, le prospettive a lungo termine rimangono positive. ■



**Greg Aldridge**

M&G

GESTORE DEL FONDO M&G  
GLOBAL GROWTH FUND

**Profitti elevati sostenuti nel tempo, diversificazione geografica, vantaggi competitivi, tecnologia, forti quote di mercato oltre all'eccellenza produttiva. Ecco le caratteristiche che accomunano alcuni big mondiali sulle quali puntare a lungo termine approfittando delle attuali interessanti valutazioni**

# 4 BLUE CHIP CHE VALGONO PER QUALITÀ

■ di **Greg Aldridge**,  
gestore del fondo  
M&G Global Growth Fund

**N**el contesto attuale, caratterizzato dal rallentamento della crescita economica e da continui conflitti nei mercati finanziari, investire nell'azionario globale può sembrare un eccesso di fiducia agli investitori sempre più cauti. Tuttavia, per coloro che hanno un approccio di lungo termine, la situazione attuale offre l'opportunità di investire in società di qualità e con modelli di business differenziati a valutazioni molto interessanti.

Negli Stati Uniti, ad esempio, dove il mondo delle imprese è stato scosso dagli effetti destabilizzanti della crisi del credito, ci sono alcune delle migliori aziende al mondo dei settori beni di largo consumo e healthcare, tra cui Colgate-Palmolive e Procter&Gamble.

## LA STABILITÀ DI COLGATE PALMOLIVE E PROCTER & GAMBLE

Queste due società hanno dimostrato di riuscire a generare e sostenere nel tempo profitti elevati. Con marchi riconosciuti in tutto il mondo e un forte cash flow, Colgate-Palmolive e Procter & Gamble hanno modelli aziendali flessibili e sono quindi in grado di offrire agli investitori stabilità anche nelle attuali condizioni sfavorevoli. Inoltre, la loro diversificazione geografica indica che il loro successo non è legato unicamente agli Stati Uniti, ma è sostenuto dall'esposizione ai mercati a più rapida crescita come Cina, India

e America Latina.

Sebbene le condizioni di mercato ostili sottolineano la preferenza ad investire in queste tipologie di aziende tipicamente difensive, è comunque estremamente importante creare un portafoglio di società di qualità, ben diversificato per settori e Paesi.

Così come evitare di investire in una particolare regione significa, a mio parere, escludere alcune delle aziende migliori al mondo, lo stesso sarebbe evitare tutti i settori economicamente sensibili solo perché i consumi stanno rallentando. Illustra bene questo punto l'azienda automobilistica giapponese Toyota, che è tra i migliori produttori al mondo.

## LA CULTURA AZIENDALE DI TOYOTA

La cultura aziendale improntata alla qualità, l'efficienza e i continui miglioramenti di Toyota danno all'azienda un vantaggio competitivo difficile da replicare, le permettono di raggiungere utili più elevati nel lungo termine e di conquistare quote di mercato, offrendo così un interessante potenziale di crescita nel lungo termine. L'industria automobilistica sta di certo attraversando una fase difficile, ma prevedo che Toyota sarà senz'altro vincente nel lungo termine.

## IL CIRCOLO VIRTUOSO DI CANON

Come Toyota, anche il produttore di macchine fotografiche e stampanti Canon vanta un numero di assets difficilmente replicabili, che com-

**continua a pag. 020**

segue da pag. 018

prendono la tecnologia, la forte quota di mercato, l'eccellenza produttiva, un brand riconosciuto a livello mondiale e un reddito business di beni di consumo aftermarket. Queste caratteristiche hanno consentito a Canon di accrescere il proprio valore anno dopo anno, grazie a quello che chiamo "circolo virtuoso del valore composto".

### CASH FLOW CRESCENTE

In altre parole, gli utili elevati di Canon generano cash-flow, che a sua volta viene reinvestito all'interno dell'azienda per spese in conto capitale e ricerca & sviluppo, incrementando così gli asset da cui la società può ottenere ulteriori profitti; questi producono, quindi, un cash flow crescente - e così il ciclo continua. Credo che il forte focus di Canon su innovazione crescita degli utili permetterà alla società di mantenere il proprio vantaggio competitivo per molti anni.

### OPPORTUNITÀ A LUNGO TERMINE

Sicuramente l'economia mondiale è entrata in uno dei momenti più impegnativi degli ultimi decenni. Tuttavia gli investitori disposti ad assumere una posizione di lungo termine su aziende di qualità come Canon, Toyota, Colgate-Palmolive e Procter&Gamble hanno davanti a sé un'incredibile opportunità di guadagnare esposizione su alcune delle aziende di maggior successo e meglio gestite al mondo a valutazioni che non riflettono il loro valore di lungo termine. ■

# PREVIDENZA, DOVE VA L'EUROPA

**Analisi di Allianz Global Investors sull'evoluzione dei sistemi pensionistici. Gran Bretagna, Svezia, Danimarca, Paesi Bassi e Svizzera i Paesi più solidi, mentre in Grecia, Portogallo, Spagna, Lussemburgo, Belgio e Italia le riforme sono più urgenti**

**A**llianz Global Investors, società di asset management leader a livello mondiale, ha pubblicato un ampio studio sullo sviluppo dei sistemi e dei mercati pensionistici in 17 Paesi dell'Europa occidentale. Ecco le principali evidenze emerse dal rapporto:

#### IL QUADRO IN SEI PUNTI

**1** ■ NEL 2007 IL PATRIMONIO DEI FONDI PENSIONE E DELLE COMPAGNIE ASSICURATIVE IN EUROPA OCCIDENTALE AMMONTAVA A 8.600 MILIARDI DI EURO. CON UN TASSO DI CRESCITA ANNUO PREVISTO PARI AL 5,3%, SECONDO LE ATTESE QUESTI ATTIVI RAGGIUNGERANNO QUOTA 16.900 MILIARDI DI EURO NEL 2020, NONOSTANTE LA CRISI FINANZIARIA IN CORSO.

**2** ■ LE RIFORME PREVIDENZIALI VARATE NEI PAESI DELL'EUROPA OCCIDENTALE HANNO TENTATO DI POTENZIARE IL REGIME A CAPITALIZZAZIONE, E ATTUALMENTE SI STANNO SVILUPPANDO SISTEMI PENSIONISTICI PIÙ EQUILIBRATI. STORICAMENTE, IN GRAN PARTE DELL'EUROPA OCCIDENTALE HA SEMPRE PREDOMINATO IL PILASTRO PUBBLICO. IL PASSAGGIO AI REGIMI PENSIONISTICI A CAPITALIZZAZIONE HA ASSUNTO MOLTEPLICI FORME. LO SVILUPPO ESPONENZIALE DEI PIANI PENSIONISTICI VOLONTARI INDICA UNA SPICCATO PROPENSIONE AD

ACCETTARE LE PENSIONI A CAPITALIZZAZIONE DA PARTE DELLA POPOLAZIONE.

**3** ■ INOLTRE, NOVE GOVERNI (OLTRE LA METÀ DI QUELLI ANALIZZATI DALLO STUDIO) HANNO COSTITUITO FONDI PENSIONISTICI STATALI PER SOSTENERE IL PILASTRO PUBBLICO IN FUTURO PER UN VALORE CHE NEL 2007 ERA PARI A 515 MILIARDI DI EURO.

**4** ■ SECONDO LE STIME DELL'INDICATORE ALLIANZ PENSION REFORM PRESSURE GAUGE, CHE ESAMINA LA SOSTENIBILITÀ DEI SISTEMI PENSIONISTICI, GRECIA, PORTOGALLO, SPAGNA, LUSSEMBURGO, BELGIO E ITALIA SONO I PAESI NEI QUALI LE RIFORME SONO PIÙ URGENTI, MENTRE I SISTEMI PIÙ SOLIDI SI RISCONTRANO IN GRAN BRETAGNA, SVEZIA, DANIMARCA, PAESI BASSI E SVIZZERA.

**5** ■ LA STRUTTURA DEI SISTEMI PENSIONISTICI INCIDE SUI MODELLI GENERALI DI FORMAZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE IN EUROPA. PIÙ È GENEROSO IL SISTEMA PENSIONISTICO PUBBLICO, MINORE SARÀ L'AMMONTARE DEGLI ASSET PREVIDENZIALI IN REGIME DI CAPITALIZZAZIONE. IN TERMINI DI ATTIVITÀ FINANZIARIE LORDE LE FAMIGLIE SVIZZERE SONO LE PIÙ RICCHE D'EUROPA, CON ATTIVITÀ PARI AL 373% DEL PIL. SEGUONO LA GRAN BRETAGNA E I PAESI BASSI.

**6** ■ SEBBENE IN EUROPA IL TREND VADA VERSO L'ADOZIONE DEL SISTEMA A CONTRIBUZIONE DEFINITA, SI RISCOVTRANO NOTEVOLI DIFFERENZE DA PAESE A PAESE, CON DIFFERENTI MODELLI A CONTRIBUZIONE DEFINITA.

Lo studio Funded Pensions in Western Europe 2008 analizza le sfide senza precedenti che i responsabili politici dell'Europa occidentale si trovano ad affrontare nel tentativo di costituire e mantenere sistemi pensionistici economicamente sostenibili a fronte del rapido invecchiamento della popolazione. Il rapporto illustra i risultati di un rigoroso studio comparativo condotto sui sistemi pensionistici pubblici e in regime di capitalizzazione nei 15 paesi membri dell'UE, in Norvegia e in Svizzera.

### **I PAESI DOVE LA CAPITALIZZAZIONE È PIÙ FORTE**

In aggiunta alle analisi condotte sui singoli Paesi, il rapporto presenta gli ultimi risultati forniti dall'indicatore Allianz Pension Reform Pressure Gauge, che misura la sostenibilità dei sistemi pensionistici e la potenziale efficacia delle riforme. "Per Gran Bretagna, Svezia, Danimarca, Paesi Bassi e Svizzera il Pension Pressure Gauge indica solo una moderata spinta verso le riforme", afferma Brigitte Miksa, Responsabile International Pensions di Allianz Global Investors AG. "Questo risultato è riconducibile a due fattori: primo, l'invecchiamento della popolazione è meno pronunciato rispetto ad altri Paesi dell'Europa occidentale; secondo, e più importante, nel sistema pensionistico di questi Paesi il pilastro basato sulla capitalizzazione è molto sviluppato, mentre la previdenza pubblica ha minore rilevanza".

### **CRESCONO I FONDI PUBBLICI**

Un altro aspetto della tendenza verso le pensioni a capitalizzazione riguarda la rapida crescita dei fondi pensionistici pubblici, attivi in nove Paesi (oltre la metà di quelli ana-

lizzati): Belgio, Francia, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Norvegia, Portogallo, Spagna e Svezia. Questi fondi, il cui patrimonio complessivo nel 2007 era pari a 515 miliardi di euro, svolgono attualmente un ruolo cruciale sui mercati finanziari.

### **DOVE INVESTONO I GRANDI FONDI**

Secondo Alexander Boersch, Senior Pension Analyst di Allianz Global Investors AG, la strategia di investimento di tali fondi varia in maniera considerevole: "Mentre alcuni fondi investono esclusivamente in obbligazioni domestiche o esistono solo nei libri dei governi, altri perseguono strategie di investimento molto sofisticate con un focus sulla diversificazione.

I fondi francesi, irlandesi e norvegesi ne sono un tipico esempio. L'adozione dei principi dell'investimento socialmente responsabile (Socially Responsible Investing - SRI) da parte di questi grandi fondi pensionistici merita attenzione in quanto aiuterà gli investimenti SRI ad affermarsi come una tendenza dominante, piuttosto che come strategia di nicchia. In questo ambito sono particolarmente attivi i fondi francesi e norvegesi.

### **VERSO UNA MAGGIORE OBBLIGATORIETÀ**

Gli schemi pensionistici di recente introduzione assumono molteplici forme. Un trend degno di nota è l'introduzione degli schemi pensionistici obbligatori per fornire una copertura previdenziale completa e una diversificazione delle fonti di reddito pensionistico.

L'Austria e la Norvegia hanno introdotto un secondo pilastro obbligatorio, opzione che l'Irlanda sta vagliando. La Gran Bretagna prevede di introdurre la quasi obbligatorietà nel 2012, con il lancio dei "Personal Accounts".

I sistemi su base volontaria introdotti di recente hanno attirato ingenti patrimoni verso il secondo e il terzo pilastro. Il "PERCO" francese, un piano occupazionale introdotto nel 2003, ha visto crescere i suoi attivi da 77 milioni a 1,4 miliardi di euro

entro tre anni. In Germania i partecipanti al terzo pilastro voluto dalla riforma Riester sono aumentati da 4,2 a 10,7 milioni di euro, mentre l'equivalente austriaco ha attirato quasi un milione di aderenti.

La popolarità di questi nuovi piani previdenziali dimostra la crescente volontà dei lavoratori di risparmiare su base individuale.

### **LE NORME TUTELANO GLI ASSET PREVIDENZIALI**

Sebbene la tendenza ad adottare il sistema a contribuzione definita sia ormai consolidata, il quadro normativo vigente nei Paesi europei mira a tutelare gli asset previdenziali.

Sono pertanto disponibili numerose opzioni per la definizione dei piani pensionistici: libera scelta degli investimenti nella fase di accumulo (Gran Bretagna, Italia, Francia), requisito di un tasso di interesse minimo (Svizzera) senza possibilità di scegliere gli investimenti, requisiti di garanzia del capitale, obbligo di conversione in rendita e divieto di adottare schemi a contribuzione definita (puri) in Germania. Per l'Europa, gli schemi a contribuzione definita offrono senza dubbio il vantaggio di fornire soluzioni di investimento flessibili e trasferibili che aprono le porte a un modello praticabile per le pensioni paneuropee.

### **INCERTEZZE & LIMITI**

Conclude Alexander Boersch: "In Europa il passaggio agli schemi a contribuzione definita proseguirà, ma non è ancora chiaro quale sarà il modello prevalente. Nondimeno, è fondamentale che il quadro normativo, nello specifico i limiti quantitativi di investimento, non interferisca con le potenzialità di un'asset allocation efficiente".

Il Gruppo AllianzGI International Pensions di Monaco, Germania, ha pubblicato numerosi rapporti sui sistemi pensionistici adottati in diverse aree del mondo, compresi i Paesi sviluppati ed emergenti di tutta Europa e della regione Asia-Pacifico. ■