



**Fondo Pensione Nazionale a Capitalizzazione per i Lavoratori delle Ferrovie dello Stato
Iscritto all'Albo tenuto dalla Covip con il n. 129**

DOCUMENTO SULLA POLITICA DI INVESTIMENTO

(Documento aggiornato il 27 maggio 2021)

Il Documento è redatto da EUROFER secondo le indicazioni stabilite dalla Covip con la Delibera 16 marzo 2012. Il Documento è a disposizione degli aderenti che ne facciano richiesta scritta a mezzo mail o posta ai seguenti indirizzi:

Via Bari, 20 – 00161 Roma (RM)

Telefono: 800-069.710

Per contattare il Fondo compilare la Form mail presente nella sezione contatti del sito web

Il presente Documento ha lo scopo di definire la strategia finanziaria che il fondo pensione intende attuare per ottenere, dall'impiego delle risorse affidate, combinazioni rischio/rendimento efficienti nell'arco temporale coerente con i bisogni previdenziali degli aderenti. Il Documento è soggetto a costante aggiornamento. Esso, pertanto non costituisce documentazione contrattuale. Conseguentemente alcuna azione, lamentela o richiesta potrà essere formulata sulla base delle informazioni contenute nel presente Documento, se non riportate nella Nota informativa che, oltre allo Statuto, rappresenta l'unico documento contrattuale che lega l'aderente ad EUROFER.

SOMMARIO

1. PREMESSA	3
2. OBIETTIVI DA REALIZZARE NELLA GESTIONE FINANZIARIA.....	5
Analisi delle caratteristiche socio-demografiche della popolazione di riferimento e dei suoi bisogni previdenziali	5
Revisione dell'asset allocation strategica	7
I comparti	9
3. CRITERI DA SEGUIRE NELL'ATTUAZIONE DELLA GESTIONE FINANZIARIA.....	12
Considerazioni generali sull'Asset Allocation	12
Tassi di sostituzione e rendimenti attesi	14
GARANTITO	14
BILANCIATO	17
DINAMICO	24
4. COMPITI E RESPONSABILITÀ DEI SOGGETTI COINVOLTI NEL PROCESSO.....	27
5. MODIFICHE APPORTATE NELL'ULTIMO TRIENNIO.....	28
6. Appendice A – Metodologia adottata per la stima della probabilità di shortfall e dei tassi di sostituzione	30

1. PREMESSA

Il documento ha lo scopo di definire la strategia finanziaria adottata dal Fondo Eurofer per ottenere dall'impiego delle risorse affidate, combinazioni rischio-rendimenti efficienti nell'arco temporale coerente con i bisogni previdenziali degli aderenti e con le prestazioni da erogare.

Tale documento è stato redatto in conformità alla delibera Covip del 16 marzo 2012 che ha introdotto nuove regole di governance in materia di investimenti.

Il documento descrive l'impostazione della gestione finanziaria strutturata su 3 comparti, di cui uno garantito, con le variazioni indicate nella Sezione 2 e nella Sezione 3 aventi decorrenza 2 novembre 2020 in conseguenza della revisione dell'asset allocation avviata nel 2019 e conclusa nel 2020 con la selezione dei gestori dei comparti Bilanciato e Dinamico.

Caratteristiche generali del fondo pensione EUROFER

EUROFER - Fondo Pensione Nazionale a Capitalizzazione per i Lavoratori delle Ferrovie dello Stato - è finalizzato all'erogazione di trattamenti pensionistici complementari del sistema obbligatorio, ai sensi del d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252.

EUROFER è iscritto all'Albo tenuto dalla COVIP con il n. 129 ed è costituito in attuazione del CCNL sottoscritto in data 6.2.1998, dell'accordo istitutivo in base ad esso stipulato in data 3.3.1999 tra Ferrovie dello Stato S.p.A., con l'assistenza di Agens, e FILT-CGIL, FIT-CISL, UILTRASPORTI-UIL, FISAFS-CISAL, SMA-CONFSAL e integrato dall'accordo sottoscritto in data 20. 4. 2007 tra Ferrovie dello Stato S.p.A., con l'assistenza di AGENS, e FILT-CGIL, FIT-CISL, UILTRASPORTI, ORSA, FAST Ferrovie, UGLAF (di seguito denominati "fonte istitutiva"), del CCNL delle Attività Ferroviarie e del Contratto Aziendale di Gruppo FS, sottoscritto in data 16.4.2003, del CCNL della Mobilità/Area contrattuale Attività Ferroviarie e del Contratto Aziendale di Gruppo FS sottoscritti in data 20.07.2012, nonché del CCNL della Mobilità/Area contrattuale Attività Ferroviarie e del Contratto Aziendale di Gruppo FS Italiane sottoscritti in data 16.12.2016 per le società: FS Italiane S.p.A., RFI S.p.A., Trenitalia S.p.A., Ferservizi S.p.A., Italferr S.p.A., Italcertifer S.p.A., FS Sistemi Urbani S.r.l., Mercitalia Rail S.r.l.

Il Fondo costituisce, altresì, strumento di attuazione per l'adesione contrattuale e la contribuzione contrattuale, previste dal CCNL Mobilità/Area contrattuale delle Attività Ferroviarie del 16.12.2016 (art. 37, comma 2), dal Contratto Aziendale del Gruppo FS Italiane del 16.12.2016 (art. 22, comma 1 e comma 2.3), nonché dal relativo Accordo sottoscritto il 16.12.2016 tra le Parti firmatarie dei citati Contratti e dall'Accordo sul Premio di Risultato per l'anno 2016 sottoscritto il 16 dicembre 2016 tra le medesime Parti.

Il Fondo costituisce, altresì, strumento di attuazione per l'adesione contrattuale e la contribuzione contrattuale, previste dal CCNL 2016-2018 dipendenti del Gruppo ANAS (all. 3: " Protocollo Welfare", art. 13 comma 11), sottoscritto il 19 dicembre 2016.

Alla data del 31.12.2019 gli aderenti iscritti al Fondo erano 77.998.

Destinatari

Sono destinatari del Fondo:

- i lavoratori dipendenti, il cui rapporto di lavoro è disciplinato dal CCNL delle attività ferroviarie;
- i lavoratori ai quali si applica il CCNL di ANAS S.p.A.;
- i lavoratori di società di trasporto ferroviario che per accordi aziendali hanno individuato in Eurofer il



Fondo pensione integrativo

- i soggetti fiscalmente a carico dei lavoratori iscritti ad Eurofer

Tipologia, natura giuridica e regime previdenziale

Eurofer è un fondo pensione negoziale, costituito in forma di associazione riconosciuta, iscritto al Registro dei Fondi pensione dotati di personalità giuridica ed opera in regime di contribuzione definita. L'entità delle prestazioni pensionistiche è determinata dalla funzione della contribuzione effettuata e in base al principio della capitalizzazione. I contributi versati, al netto degli oneri trattenuti al momento del versamento, sono investiti in strumenti finanziari (azioni, titoli di Stato e altri titoli obbligazionari, quote di fondi comuni di investimento, quote di fondi immobiliari), sulla base della politica di investimento definita per ciascun comparto del Fondo, e producono nel tempo un rendimento variabile in funzione degli andamenti dei mercati e delle scelte di gestione.

Tutti i gestori sono tenuti ad operare sulla base delle linee guida di investimento fissate dall'organo di amministrazione del Fondo.

Le risorse del Fondo sono depositate presso un "depositario", che svolge il ruolo di custode del patrimonio e controlla la regolarità delle operazioni di gestione.

Scelte pregresse in materia di gestione finanziaria

Nel corso degli anni il Consiglio di Amministrazione del Fondo ha assunto delibere coerenti con il quadro normativo tempo per tempo vigente. Si richiamano di seguito le determinazioni assunte negli anni ed ancora vigenti:

1. Delibera del 6 dicembre 2011 che ha portato all'inserimento nell'asset allocation del comparto Bilanciato di investimenti in strumenti alternativi per un valore massimo del 5%;
2. Delibera del 4 luglio 2014 nella quale è stato stabilito di proseguire l'investimento in strumenti alternativi, in ambito immobiliare, nei settori infrastrutture e credito, con un peso di queste asset class a tendere al 15% del comparto bilanciato;
3. Delibera del 26 giugno 2017 che ha portato alla stipula della convenzione di gestione per il comparto Garantito con il gestore UnipolSAI Assicurazioni Spa

2. OBIETTIVI DA REALIZZARE NELLA GESTIONE FINANZIARIA

L'obiettivo finale della politica di investimento di EUROFER è quello di perseguire combinazioni rischio-rendimento efficienti in un determinato arco temporale coerente con quello delle prestazioni da erogare; esse devono consentire di massimizzare le risorse destinate alle prestazioni esponendo gli aderenti a un livello di rischio ritenuto accettabile.

In particolare, EUROFER ha lo scopo di consentire agli aderenti di disporre, all'atto del pensionamento, di prestazioni pensionistiche complementari del sistema obbligatorio. A tale fine esso provvede alla raccolta dei contributi, alla gestione delle risorse nell'esclusivo interesse degli aderenti e all'erogazione delle prestazioni secondo quanto disposto dalla normativa in materia di previdenza complementare. Il Fondo non ha scopo di lucro.

Analisi delle caratteristiche socio-demografiche della popolazione di riferimento e dei suoi bisogni previdenziali

L'analisi delle caratteristiche socio-demografiche degli iscritti e dei suoi bisogni previdenziali è stata condotta sugli aderenti al Fondo al 31 dicembre 2018¹.

Al 31/12/2018 gli iscritti al Fondo erano 74.360, dei quali 62.329 maschi e 12.031 femmine.

Dal confronto con il sistema dei fondi negoziali emergono le seguenti caratteristiche:

- la popolazione di iscritti a Eurofer ha un'età media superiore a quella media dei fondi negoziali di circa 3 anni (49,4 vs 46,3)
- l'età media dei maschi è 50,57 anni, contro 46,2 del sistema dei fondi negoziali
- l'età media delle femmine è 49,05 anni, contro 46,7 del sistema dei fondi negoziali
- nel fondo pesano maggiormente le fasce di età superiori a 50 anni; in particolare fra i maschi circa il 42,3% degli aderenti ha un'età compresa fra 55 e 64 anni, contro il 22,6% dei fondi negoziali
- Il peso percentuale delle femmine all'interno del Fondo è pari al 16,2%, dieci punti percentuali in meno di quello nel sistema dei fondi negoziali (26,9%)

Il valore medio delle posizioni presso il Fondo è pari a € 13.917. Questo importo è decisamente più basso di quello medio dei fondi pensione negoziali (€ 17.095). Per oltre la metà degli iscritti l'adesione è avvenuta per via contrattuale e la relativa contribuzione è ancora molto bassa (massimo €200); ciò implica che la contribuzione complessiva e di conseguenza il valore medio delle posizioni potrebbero crescere sensibilmente in caso di passaggio da adesione contrattuale ad esplicita. Il valore medio delle posizioni se si escludono gli aderenti contrattuali è pari a € 26.504.

Il 42% degli iscritti ha una aliquota di contribuzione compresa fra 1% e 1,5%. Con l'ingresso degli aderenti contrattuali il peso degli iscritti con contribuzione pari al 0% della retribuzione è passato da 8% a 57%. Una percentuale analoga di iscritti (53%) non conferisce il TFR al Fondo.

Per quanto riguarda l'adeguatezza dell'offerta previdenziale in termini di rendimento atteso e rischio, il Fondo offre già sia una scelta di comparti diversificata in termini di rendimento e rischio, sia la possibilità all'iscritto di modulare il proprio investimento in diverse combinazioni che vanno dalla più prudente (100% comparto Garantito, 5% di azioni e garanzia del capitale) alla più aggressiva (100% comparto Dinamico, 60% di azioni).

¹ Dal 1° agosto 2017 tutti i lavoratori delle Ferrovie dello Stato e di Anas sono iscritti contrattualmente al fondo Eurofer, tramite il versamento volontario del datore di lavoro.

Rispetto all'insieme dei fondi negoziali, nel Fondo Eurofer il comparto Garantito ha un peso inferiore in termini di patrimonio (10,1% contro 14,5%) mentre in termini di iscritti, poiché tutti gli aderenti contrattuali sono stati inizialmente assegnati a questo comparto, il peso è del 55,5% contro 25,10% dei fondi negoziali.

Nell'offerta del Fondo Eurofer sono assenti le tipologie di comparto "Obbligazionario puro" e "Obbligazionario misto". Quasi tutte le masse si concentrano nel comparto Bilanciato, che ha un peso di azioni a benchmark pari al 35%. Risulta, perciò, che il peso complessivo delle azioni nel Fondo Eurofer è più elevato che nella media dei fondi negoziali.

Come già osservato in passato, la distribuzione degli iscritti fra i comparti in funzione dell'età risponde solo molto parzialmente a un approccio "life cycle". Infatti, anche se l'età media degli iscritti al comparto Dinamico è decisamente inferiore a quella media del Fondo (41,04 contro 49,4 anni) è bassa anche l'età degli iscritti al comparto Garantito (41,5).

Data la scelta allocativa di assegnare una percentuale fino al 15% dei comparti Bilanciato e Dinamico ad investimenti alternativi, tramite fondi chiusi, l'analisi della popolazione si è focalizzata sull'orizzonte temporale dei comparti, in termini di presumibile evoluzione della loro dimensione ed esposizione a flussi di uscite.

Le conclusioni dell'analisi supportano la scelta del Fondo. Qui di seguito le considerazioni più importanti.

Anticipazioni e riscatti - Le iscrizioni al Fondo sono concentrate nel 2002 e nel 2007, ma contrariamente ad altri fondi pensione negoziali, la frequenza maggiore degli aderenti (48%) è riferita al 2002 anziché al 2007. Se si escludono gli aderenti contrattuali, a fine 2018 la quasi totalità degli aderenti aveva già maturato il diritto all'anticipazione per altre motivazioni che non siano i gravi motivi di salute. Nel 2025 matureranno il diritto all'anticipazione tutti gli aderenti contrattuali, per quali però le posizioni previdenziali sono molto contenute. Il Fondo appare inoltre più equilibrato, rispetto al sistema dei fondi negoziali, per quanto riguarda il saldo contributi/erogazioni. Fino al 2015 il rapporto della somma di anticipazioni e riscatti sull'ANDP del Fondo è stato superiore a quello medio dei fondi negoziali. A partire dal 2015 la posizione si è invertita ed Eurofer ha costantemente avuto un saldo di contributi e riscatti in rapporto all'ANDP migliore di quello dei fondi negoziali.

Evoluzione presumibile del patrimonio - L'evoluzione nei prossimi 20 anni del patrimonio dei comparti Bilanciato e Dinamico a popolazione chiusa a partire dai dati al 31.12.2018 è stata simulata sotto le seguenti ipotesi:

- Età di pensionamento
 - o 2019 – 64 anni
 - o 2020 – 65 anni
 - o 2021 – 66 anni
 - o 2022 e oltre 67 anni
- Rendimento netto del patrimonio: 0, 1%, 2% e 3%
- Anticipazioni: 3%, 3,5% e 4% del patrimonio
- Crescita delle contribuzioni: 2% per anno.

Le combinazioni dei due parametri vanno dalla più sfavorevole (0% rendimento, 4% anticipazioni) alla più favorevole (3% rendimento, 3% anticipazioni).

Sotto queste ipotesi il patrimonio dei comparti raggiunge un massimo fra il 2023 e 2024 con valori compresi fra 983 e 1.174 milioni di euro.

Evoluzione del piano di investimenti in fondi chiusi – Si è ipotizzato un piano di investimenti pari al 15% del patrimonio dei comparti Bilanciato e Dinamico a fine 2018, cioè di 140 mln di euro, comprendendo in questa cifra gli investimenti in essere in *real estate*, infrastrutture e *direct lending*. Date le caratteristiche dei flussi di cassa relativi ai fondi chiusi (gradualità sia nel richiamo dei capitali impegnati sia nei pagamenti agli investitori), questo importo obiettivo non sarebbe mai raggiunto, e si passerebbe da circa 50 mln di investito a fine 2019 a

un massimo di 117 mln di investito nel 2023, per poi scendere gradualmente, in assenza di altri investimenti, fino a zero nel 2035. Dato questo piano di flussi, e data la previsione di evoluzione del patrimonio, il peso dell'investimento in fondi chiusi raggiungerebbe un picco del 12% circa nel 2023 per poi scendere rapidamente negli anni successivi.

In conclusione, dall'analisi è emerso che:

- La popolazione del fondo ha un'età media più alta del sistema dei fondi negoziali, ma comunque tale da assicurare un patrimonio in crescita per almeno ancora 7 anni, considerando il progressivo innalzamento dell'età di pensionamento
- L'orizzonte temporale del fondo, in termini di anni mancanti al pensionamento delle coorti più numerose, è superiore a 10 anni;
- L'elevata percentuale di iscritti con contribuzione pari a 0%, in larga parte derivante dall'adesione contrattuale, indica, nel caso di passaggio ad adesione esplicita, un bacino potenziale di nuovi contributi.

Sulla base di queste considerazioni il piano di investimento in fondi chiusi appare sostenibile e viene confermato.

Revisione dell'asset allocation strategica

Tenuto conto degli esiti dell'analisi dei fabbisogni previdenziali della popolazione, nel corso del 2019 il fondo Eurofer ha avviato un processo di revisione dell'asset allocation strategica che si è reso necessario anche a causa della discesa dei rendimenti di titoli di Stato e delle obbligazioni nell'area Euro.

Dall'analisi dei rendimenti attesi elaborati dall'Advisor è infatti emerso che:

- i mercati obbligazionari dell'area euro, e in particolare i titoli di Stato, sono quelli che hanno il rendimento atteso più basso, sia in assoluto sia in riferimento alla volatilità passata
- i segmenti del mercato obbligazionario che presentano, in assoluto e in proporzione al rischio, migliori opportunità sono tutti i mercati in dollari, l'high yield e i mercati emergenti.
- al di là delle differenze di rendimento relative, tutti i mercati obbligazionari hanno rendimenti eccezionalmente bassi rispetto alla loro media storica a fronte di un rischio di tasso («duration») che nel corso del tempo è salito;
- i mercati azionari hanno valutazioni in linea con la loro media storica e rendimenti attesi coerenti con la volatilità passata.

Sulla base delle suddette considerazioni è stata definita la nuova asset allocation dei comparti Bilanciato e Dinamico di seguito rappresentata.

BILANCIATO

Componente obbligazionaria:

- Diversificazione globale rispetto all'allocation attuale rappresentata nel benchmark quasi integralmente da emittenti in euro. Nel nuovo benchmark sono rappresentati tutti i principali mercati dei titoli di Stato e delle obbligazioni *corporate*, in tutto lo spettro dei rating di credito, compresi i paesi emergenti. La diversificazione produce un sensibile calo di volatilità, nonostante la *duration* più elevata dei nuovi indici;
- Inserimento di una componente a durata breve in euro per compensare l'aumento di *duration* prodotto dai nuovi indici;
- Aumento della componente *corporate* al 40%, per migliorare il rendimento atteso a parità di rischio;

Componente azionaria:

- Aumento del peso delle azioni al 35%, per aumentare il rendimento atteso;
- Inserimento della componente azioni globali a bassa capitalizzazione («small cap») con un peso (4%) leggermente superiore a quello rappresentato dalla capitalizzazione dell'indice (3,8%);
- Aumento del peso della componente mercati emergenti con un peso (4%) leggermente superiore a quello rappresentato dalla capitalizzazione dell'indice (3,6%). Queste due componenti sono quelle dove si ritiene ci siano le maggiori potenzialità di crescita;
- Per compensare l'aumento dell'esposizione azionaria su aree monetarie diverse dell'euro viene portato al 7% il peso dell'indice azionario globale a cambio coperto.

L'aumento del peso delle azioni produce un aumento della volatilità (rischio) di circa 0,60%, che è più che compensato dall'aumento del rendimento atteso da 1,92% a 2,45%. Di conseguenza, il valore dell'indicatore di efficienza del portafoglio (indice di Sharpe) aumenta da 0,44 a 0,49.

	Dati storici		Rendimento atteso su	Asset allocation	
	31/12/1998	31/12/2019		Attuale	Proposta
	Rendimento storico	Dev standard	5 anni	Peso %	Peso %
Titoli di Stato euro 1-3 anni	2,61%	1,39%	-0,11%	0,0%	0,0%
Titoli di Stato euro 1-7 anni	3,37%	2,21%	-0,10%	45,0%	0,0%
Obbligazioni corporate e titoli di Stato euro IG 1-3 anni	2,76%	1,23%	-0,08%	0,0%	15,0%
Obbligazioni corporate e titoli di Stato globali IG	3,98%	2,76%	0,44%	0,0%	45,0%
Obbligazioni corporate euro IG	4,26%	3,21%	0,32%	20,0%	0,0%
Obbligazioni corporate e titoli di Stato globali HY	7,32%	8,97%	2,26%	0,0%	5,0%
Obbligazioni corporate euro HY	6,19%	9,20%	1,67%	5,0%	0,0%
Azioni mondiali Euro Hedged_TR	5,38%	13,72%	4,90%	4,0%	7,0%
Azioni mondiali	6,50%	14,12%	5,90%	23,0%	20,0%
Azioni Mercati Emergenti	10,86%	19,87%	8,74%	3,0%	4,0%
Azioni mondiali small cap	10,48%	16,31%	7,00%	0,0%	4,0%
				100,0%	100,0%
Rendimento storico				4,71%	5,10%
Volatilità storica				4,61%	5,19%
Rendimento atteso				1,92%	2,45%
Sharpe ratio				0,44	0,49
Obbligazioni - Duration				4,01	5,68
Obbligazioni - Peso % Corporate				35,71%	40,45%
Obbligazioni - Peso % Governativi				64,29%	59,55%

DINAMICO

Componente obbligazionaria

- Diversificazione globale rispetto all'allocazione attuale rappresentata nel benchmark solo da titoli di Stato dell'area euro. Nel nuovo benchmark sono rappresentati i principali emittenti governativi con rating investment grade compresi i paesi emergenti;
- Inserimento di una componente a durata breve in euro per ridurre la *duration* rispetto all'attuale;

Componente azionaria

- Tenuto conto dell'elevato peso della componente azionaria, è stata confermata l'impostazione data alla AAS del comparto nel 2014 e perciò il peso delle azioni è rimasto invariato al 60%;
- Inserimento della componente azioni globali a bassa capitalizzazione («small cap») con un peso (6,5%) in linea con quello rappresentato dalla capitalizzazione dell'indice;
- Aumento del peso della componente mercati emergenti con un peso (6,5%) leggermente superiore a quello rappresentato dalla capitalizzazione dell'indice (6,3%).

Le modifiche dell'asset allocation producono un aumento marginale del rendimento atteso (da 3,41% a 3,56%) in presenza di una volatilità (rischio) sostanzialmente invariata (da 8,14% a 8,07%). Di conseguenza, il valore dell'indicatore di efficienza del portafoglio (indice di Sharpe) aumenta da 0,43 a 0,45.

	Dati storici		Rendimento atteso su 5 anni	Asset allocation	
	31/12/1998 Rendimento storico	31/12/2019 Dev standard		Attuale Peso %	Proposta Peso %
Titoli di Stato euro 1-3 anni	2,61%	1,39%	-0,11%	0,0%	10,0%
Titoli di Stato Euro	4,52%	3,91%	-0,08%	40,0%	0,0%
Titoli di Stato globali IG	3,81%	2,88%	0,22%	0,0%	30,0%
Azioni mondiali Euro Hedged_	5,38%	13,72%	4,90%	27,0%	29,0%
Azioni mondiali	6,50%	14,12%	5,90%	27,0%	18,0%
Azioni Mercati Emergenti	10,86%	19,87%	8,74%	6,0%	6,5%
Azioni mondiali small cap	10,48%	16,31%	7,00%	0,0%	6,5%
				100,0%	100,0%
Rendimento storico				5,67%	5,52%
Volatilità storica				8,14%	8,07%
Rendimento atteso				3,41%	3,56%
Sharpe ratio				0,43	0,45
Obbligazioni - Duration				8,25	6,67
Obbligazioni - Peso % Corporate				0,00%	0,00%
Obbligazioni - Peso % Governativi				100,00%	100,00%

I comparti

L'offerta del fondo pensione è articolata in tre comparti di investimento, caratterizzati da tre diversi orizzonti temporali, con obiettivi di rendimento ed esposizione al rischio coerenti con l'orizzonte temporale.

Tale articolazione è finalizzata a permettere a un lavoratore giovane di aderire al comparto più rischioso (Dinamico) per un periodo significativo (fino a 25 anni), per poi ridurre l'esposizione al rischio passando al comparto Bilanciato (per un periodo di almeno 10 anni), per poi proteggere con il comparto Garantito il processo di accumulazione dei risparmi nell'ultima fase (fino a 5 anni).

Tale offerta è resa già oggi maggiormente flessibile dalla possibilità di separare la posizione fra due comparti e nel prossimo futuro sarà valutata l'opportunità di arricchirla con un vero e proprio programma di "life cycle".

Qui di seguito si indicano, per ciascun comparto, i dati rilevanti di rendimento atteso nominale e reale sugli orizzonti temporali di 5, 10 ed oltre 20 anni rispettivamente per i comparti Garantito, Bilanciato e Dinamico. Per ciascun comparto è indicata, sul medesimo orizzonte temporale e date le attese d'inflazione corrispondenti, la probabilità di non realizzare l'obiettivo di recuperare il capitale in termini nominali (rendimento soglia 0%) e in termini reali (rendimento soglia il tasso di inflazione atteso su ciascun orizzonte temporale)².

GARANTITO³

Orizzonte temporale: breve/medio periodo (fino a 5 anni)

Grado di rischio: Molto basso

Rendimento nominale medio annuo lordo atteso: 0,27% (3,40% su base storica nell'intervallo 31/12/1998-31/12/2019)

Rendimento nominale medio annuo netto atteso: 0,04%

Rendimento reale medio annuo netto atteso (inflazione media a 5 anni 1,50%): -1,46%

Deviazione standard: 1,72%

Probabilità di non realizzare il rendimento obiettivo ("shortfall risk"):

<i>Rendimento soglia</i>	5 anni
0,00%	48,2%
1,50%	99,7%

BILANCIATO

Orizzonte temporale: medio periodo (10 anni)

Grado di rischio: medio

Rendimento nominale medio annuo lordo atteso: 2,74% (5,10% su base storica nell'intervallo 31/12/1998-31/12/2019)⁴

Rendimento nominale medio annuo netto atteso: 2,10%

Rendimento reale medio annuo netto atteso (inflazione media a 10 anni 1,70%): 0,45%

Deviazione standard: 5,19%

Probabilità di non realizzare il rendimento obiettivo ("shortfall risk"):

<i>Rendimento obiettivo</i>	10 anni
0,00%	4,9%
1,65%	38,1%

² Le ipotesi e il metodo di simulazione sono illustrati nell'Appendice A.

³ Il mandato di gestione non ha benchmark contrattuale. Per le simulazioni è stato utilizzato un indice così composto: 65% Titoli di Stato area euro 1-5 anni, 30% Obbligazioni corporate area euro 1-5 anni, 5% azioni globali.

⁴ Questi valori non tengono conto della componente del comparto investita in fondi chiusi.

DINAMICO

Orizzonte temporale: lungo periodo (20 anni)

Grado di rischio: medio-alto

Rendimento nominale medio annuo lordo atteso: 4,86% (5,52% su base storica nell'intervallo 31/12/1998-31/12/2019)

Rendimento nominale medio annuo netto atteso: 3,90%

Rendimento reale medio annuo netto atteso (inflazione media a 20 anni 2,00%): 1,90%

Deviazione standard: 8,48%

Probabilità di non realizzare il rendimento obiettivo ("shortfall risk"):

<i>Rendimento soglia</i>	20 anni
0,00%	0,18%
2,00%	10,74%

3. CRITERI DA SEGUIRE NELL'ATTUAZIONE DELLA GESTIONE FINANZIARIA

Considerazioni generali sull'Asset Allocation

La politica di investimento, in vigore dal 2 novembre 2020, si basa sui seguenti principi e linee di indirizzo.

Struttura dei comparti

Eurofer ritiene che la struttura di tre comparti sia adeguata, anche considerando la possibilità già offerta all'iscritto di destinare posizione previdenziale e flussi contributivi a due comparti contemporaneamente.

Profilo di rischio dei comparti

L'attuale AAS conferma sostanzialmente il profilo di rischio dei comparti, concentrando l'evoluzione degli investimenti sulla componente alternativa illiquida dei comparti Bilanciato e Dinamico.

Criteri ESG

In linea con una prassi già avviata in Italia e all'estero da numerosi investitori istituzionali, Eurofer ha deciso di confermare l'attenzione verso i criteri di investimento responsabile.

Nei nuovi mandati si passa da un approccio basato su criteri di esclusione impliciti in benchmark specializzati ad un approccio basato su una politica di investimento "attiva" condivisa con i gestori delegati.

Questa politica è preferita in quanto:

- È adattabile alle particolarità del Fondo;
- È maggiormente in linea con i principi di investimento responsabile definiti dal UN-PRI;
- Consente gradualità nell'attivazione sia in termini di ampiezza sia in termini di grado di compatibilità coi criteri ESG dei vari emittenti;
- Può essere realizzata coinvolgendo i gestori nel monitoraggio degli emittenti e nelle azioni (proxy voting, engagement);
- Mantiene come universo investibile l'intero mercato.

Il primo passo nell'adozione di questo approccio è stato l'inserimento nei criteri di valutazione dei gestori della loro esperienza nel campo e della loro disponibilità ad accompagnare il Fondo in questo processo.

Dal 2015 nell'attività di monitoraggio di alcuni gestori è compresa la valutazione del grado di coerenza con i principi ESG dei portafogli.

Nel 2017 il Fondo ha adottato un regolamento interno delle attività in materia ESG che prevede, fra l'altro:

- La comunicazione da parte dei gestori del rating medio interno del portafoglio e della lista degli emittenti con rating più basso;
- La comunicazione delle attività svolte dai gestori per conto dei loro clienti (engagement, proxy voting) su emittenti in portafoglio del Fondo;
- Supporto nelle attività di engagement.

Struttura dei mandati

In linea con la tendenza osservabile nel mondo dei fondi pensione in Italia e all'estero Eurofer ha deciso di ripartire la gestione dei comparti Bilanciato e Dinamico, in parte su mandati specializzati ed in parte su mandati bilanciati generalisti.

Investimenti alternativi

Il fondo Eurofer ha da tempo avviato un programma di investimento in fondi chiusi, con l'allocazione nei comparti immobiliare, infrastrutturale e di *direct lending* pan-europei.

L'obiettivo a medio termine del fondo è utilizzare una parte rilevante della percentuale consentita dalla normativa attualmente in vigore (20%) arrivando a un peso di fondi chiusi pari a circa il 15% dei comparti Bilanciato e Dinamico.

A fine 2019 l'esposizione complessiva agli alternativi era pari a circa il 3,8% del comparto Bilanciato, ripartito nel modo seguente:

- 0,94% fondo immobiliare Caesar, gestito da AXA REIM;
- 2,48% fondo infrastrutturale Meif5 gestito da Macquarie;
- 0,38% fondo di private debt Credit Solutions IV Senior Euro gestito da Permira

I motivi a favore di queste scelte sono:

- ricerca di maggior rendimento in una fase di mercato di tassi d'interesse storicamente bassi;
- desiderio di approfittare del premio di illiquidità offerto da alcuni investimenti alternativi;
- opportunità di diversificazione.

L'analisi effettuata ha individuato tre aree di interesse:

- immobiliare;
- infrastrutture, sia debito che azioni;
- *corporate private asset*, sia debito che azioni.

L'investimento in queste attività è stato realizzato inizialmente solo per il comparto Bilanciato (unico adeguato data la dimensione), una volta definito un adeguato processo di selezione dei gestori e di monitoraggio, utilizzando in larga parte il budget di rischio già definito con l'attuale *asset allocation* su investimenti liquidi.

Nella revisione dell'*asset allocation* strategica si è ritenuto di confermare l'approccio seguito nel 2014, cioè quello definito come «opportunity cost model» o anche «total portfolio approach».

Seguendo questo approccio, il punto di partenza è il portafoglio strategico di attività liquide del fondo («Reference portfolio»), che ne descrive obiettivo di rendimento e tolleranza al rischio come combinazione di azioni e obbligazioni globali. In quest'ottica gli investimenti alternativi hanno senso solo se aumentano il rendimento atteso del fondo a parità di rischio, dato un vincolo di *tracking error* che gli amministratori del fondo si assegnano.

Per ciascuna *asset class* alternativa viene misurata, utilizzando indici di azioni quotate e obbligazioni, l'esposizione ai due fattori di rischio «equity» e «bond».

Ogni punto percentuale di allocazione agli alternativi viene «finanziato» riducendo l'esposizione ad azioni ed obbligazioni coerentemente con questa misura.

Non c'è necessità di adottare benchmark specifici per ciascun investimento alternativo.

L'allocazione agli illiquidi può essere perciò integrata nell'asset allocation globale in tre fasi:

- Stabilire l'allocazione ai fattori di rischio tradizionali liquidi tollerata dall'investitore e coerente con l'obiettivo di rendimento;
- Definire la percentuale di investimenti illiquidi obiettivo, tenuto conto dei rendimenti offerti, dell'orizzonte di liquidità e della governance del Fondo;
- Utilizzare parte delle allocazioni al rischio definite in sede di asset allocation strategica per «finanziare» l'investimento in illiquidi.

In questo modo il Fondo mantiene l'esposizione ai fattori di rischio anche durante il periodo di investimento dei fondi chiusi sottoscritti, che può durare anche 3/5 anni.

Tassi di sostituzione e rendimenti attesi

Per valutare il contributo dell'adesione al Fondo al tasso di sostituzione del sistema previdenziale obbligatorio è stata fatta una simulazione su tre orizzonti temporali e su tre aderenti tipo per ciascun comparto⁵.

La tabella seguente contiene i risultati delle simulazioni, messi a confronto, nelle ultime due colonne, con i valori calcolati utilizzando la precedente asset allocation strategica.

La modifica dell'asset allocation consente di migliorare i tassi di sostituzione in tutti i comparti, salvo che nel Garantito a 5 anni, rimasto sostanzialmente invariato.

Come si può notare, i tassi di sostituzione calcolati sui periodi più lunghi sono molto elevati, ma va ricordato che sono il risultato di ipotesi molto forti sulla costanza del rendimento, sulla continuità contributiva e sulla stabilità nel futuro dei coefficienti di conversione in rendita e vanno considerati al solo fine di confronto della capacità di soddisfare i fabbisogni previdenziali dei diversi comparti su ciascun orizzonte temporale d'investimento.

Età	Età al pensionamento	Orizzonte	Comparto	Retribuzione	Tasso di crescita della retribuzione	Posizione maturata	Totale contrib.	Ultima retribuzione	Montante finale (1)	Tasso di conversione in rendita (2)	Rendita	Tasso di sostituzione da rendita	Precedente	Differenza
62	67	5	GARANTITO	41.317	2,75%	38.582	8,91%	47.319	58.363	6,59%	3.848	8,13%	8,20%	-0,06%
62	67	5	BILANCIATO	41.317	2,75%	38.582	8,91%	47.319	62.814	6,59%	4.141	8,75%	8,65%	0,10%
62	67	5	DINAMICO	41.317	2,75%	38.582	8,91%	47.319	64.776	6,59%	4.271	9,03%	8,98%	0,05%
48	68	20	GARANTITO	39.014	3,00%	30.336	8,91%	70.464	164.355	6,59%	10.836	15,38%	14,93%	0,45%
48	68	20	BILANCIATO	39.014	3,00%	30.336	8,91%	70.464	188.091	6,59%	12.401	17,60%	17,01%	0,59%
48	68	20	DINAMICO	39.014	3,00%	30.336	8,91%	70.464	199.050	6,59%	13.123	18,62%	18,25%	0,38%
34	69	35	GARANTITO	34.847	3,00%	26.880	8,91%	98.055	328.174	6,59%	21.637	22,07%	21,22%	0,85%
34	69	35	BILANCIATO	34.847	3,00%	26.880	8,91%	98.055	407.408	6,59%	26.860	27,39%	26,01%	1,38%
34	69	35	DINAMICO	34.847	3,00%	26.880	8,91%	98.055	441.573	6,59%	29.113	29,69%	28,95%	0,74%

(1) Mediana dei valori simulati

(2) Rendita equivalente - Attuali condizioni di polizza Eurofer - Tasso tecnico 2,50% - Rendimento minimo garantito 2,5% anno - Età di pensionamento 65 anni

GARANTITO

Finalità della gestione: Protezione del capitale investito, attraverso investimenti prevalentemente in titoli di stato ed obbligazioni di emittenti nazionali ed esteri. Il comparto risponde alle esigenze di un lavoratore che è ormai prossimo alla pensione e sceglie un impiego dei contributi con garanzia di restituzione del capitale al fine di consolidare il proprio patrimonio.

Orizzonte temporale: Breve periodo (3-5 anni)

⁵ Le ipotesi e il metodo di simulazione sono illustrati in appendice

Grado di rischio: Molto basso

Garanzia: La garanzia prevede che, alla data di scadenza della convenzione (31/07/2022) la posizione individuale non potrà essere inferiore alla somma dei valori delle disponibilità conferite, al netto di eventuali anticipazioni non reintegrate e di smobilizzi parziali.

Tale garanzia viene inoltre riconosciuta, nel corso della durata della convenzione stipulata con il gestore, nei seguenti casi smobilizzo parziale delle risorse al fine di provvedere alle erogazioni relative a:

- a) esercizio del diritto alla prestazione pensionistica ex art. 11 comma 2 del Decreto;
- b) rendita integrativa temporanea anticipata (RITA) ai sensi della normativa vigente, salvo revoca della stessa nei casi di esercizio, non ripetibile, delle facoltà di revocare l'erogazione della RITA e di trasferire la posizione individuale presso altra forma pensionistica;
- c) riscatto totale per decesso di cui all'art. 14, comma 3, del Decreto;
- d) invalidità dell'aderente che comporti la riduzione della capacità lavorativa a meno di un terzo e la cessazione dell'attività lavorativa ai sensi dell'art. 4, comma 2 lettera c del Decreto;
- e) riscatto della posizione ai sensi dell'art. 14 comma 2 lettera b e comma 5 del Decreto;
- f) anticipazioni di spese sanitarie di cui all'art. 11, comma 7 lettera a del Decreto;
- g) anticipazioni per acquisto e ristrutturazione prima casa di cui all'art. 11, lettera b, del Decreto;
- h) riscatto della posizione per perdita dei requisiti di partecipazione di cui all'art.14 comma 5, del decreto;

Politica di investimento:

Politica di gestione: Le risorse sono investite in strumenti finanziari, anche derivati, di natura obbligazionaria e di natura azionaria (da un minimo dello 0% ad un massimo del 10% del patrimonio del comparto).

Strumenti finanziari: Quelli previsti dal DM 166/2014, in particolare:

- **Titoli di debito**, emessi da stati sovrani, agenzie internazionali, società private; strumenti di mercato monetario ed operazioni di pronti contro termine in euro, currency swap e forward sulle valute consentite dal mandato.
- **Azioni**, quotate o quotande;
- **OICR, ETF e SICAV** rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2009/65 UE e successive modificazioni.

Merito di credito degli emittenti: obbligazioni di emittenti pubblici e privati prevalentemente con investment grade. Tuttavia, i gestori dovranno basare il loro giudizio sull'acquisto o vendita di titoli non esclusivamente sul rating, ma utilizzando altresì, dove possibile, anche le altre informazioni in loro possesso. In ogni caso i gestori dovranno tempestivamente informare il Fondo sulle scelte operate in tal senso. È consentito l'investimento in titoli di debito di emittenti societarie per una quota massima del 40%. E' previsto inoltre l'investimento in obbligazioni di emittenti con rating non Investment grade fino a un massimo del 10% del patrimonio del comparto.

Rischio di controparte: Per le operazioni riguardanti strumenti derivati il rating della controparte deve risultare non inferiore all'Investment Grade per le agenzie S&P e/o Moody's.

Rischio cambio: Il patrimonio investito in valute diverse dall'Euro, al netto delle coperture valutarie non può superare il 10%.

Stile di gestione: il Gestore adotta uno stile di gestione che prevede, nei limiti sopra descritti, una composizione degli investimenti coerente con la garanzia di restituzione del capitale e con l'obiettivo di rendimento atteso che lo stesso si impegna a corrispondere agli aderenti del comparto.

Benchmark e parametro di rischio: Il comparto Garantito è caratterizzato dall'obiettivo di conseguire, sull'orizzonte temporale coincidente con la durata della convenzione, un rendimento il più possibile in linea con quello del TFR, con un profilo di rischio definito attraverso un vincolo volatilità su base annua massima del 2,5%

Benchmark: non previsto

Parametro di rischio: volatilità settimanale annualizzata pari al 2,5%.

Investimenti alternativi, OICR, derivati: è previsto a livello statutario l'investimento diretto in fondi chiusi mobiliari e immobiliari, ma non è previsto tale l'utilizzo di investimenti alternativi nel comparto Garantito. Relativamente all'utilizzo dei derivati è previsto l'utilizzo di forward su valute e di futures su indici azionari. Per quanto riguarda l'utilizzo di OICR, al fine di assicurare una efficiente gestione del portafoglio tramite una adeguata diversificazione e tempestiva gestione del rischio è previsto l'utilizzo da parte del gestore per la componente azionaria globale. Con frequenza mensile viene effettuato in collaborazione con la banca depositaria il look through delle singole posizioni presenti nell'OICR.

Modalità di gestione: indiretta, stile di gestione attiva in ragione della necessità di assicurare la garanzia di restituzione del capitale.

Patrimonio allocato al comparto al 31 ottobre 2020: 153 milioni di euro circa.

Mandati: il patrimonio del comparto è affidato a un unico gestore.

UnipolSAI Assicurazioni S.p.A.

Avvio mandato: 1/8/2017

Scadenza mandato: 30/07/2022

Benchmark: nessuno. Il gestore ha un obiettivo di rendimento.

Tipologia di mandato: obbligazionario misto

Stile di gestione: attivo, con volatilità massima settimanale annualizzata pari al 2,5%

Limitazioni all'investimento: massimo 40% in obbligazioni societarie. Massimo 10% in azioni, futures su indici azionari e OICR azionari di paesi appartenenti all'OCSE.

Rating minimo: investment grade con un massimo del 10% di emissioni non investment grade al momento dell'acquisto

Duration media componente obbligazionaria: 1,5 anni

Commissioni di gestione: 0,21%

Commissione di overperformance: no

Indice di *turnover*: il tasso di rotazione deve essere contenuto entro il valore obiettivo del 100%, che in situazione di stress di mercato può raggiungere il 200%.

Patrimonio allocato al mandato al 31 ottobre 2020: 153 milioni di euro circa.

Aspetti etici, sociali e ambientali: Il mandato non ha espliciti vincoli di rispetto di criteri ESG. Nella selezione del gestore sono stati presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali

Diritti di voto: competono in via esclusiva al Fondo che può eventualmente delegare al Gestore

BILANCIATO

Finalità della gestione: Rivalutazione del capitale investito, attraverso investimenti finalizzati a cogliere le opportunità offerte dai mercati azionari ed obbligazionari, europei ed esteri, privilegiando i mercati obbligazionari dell'area euro, nel medio periodo.

Orizzonte temporale: medio periodo (10 anni)

Grado di rischio: medio

Politica di investimento:

Politica di gestione: Le risorse sono investite in strumenti finanziari, anche derivati, di natura obbligazionaria (da un minimo del 59% ad un massimo del 72% del patrimonio del comparto) e di natura azionaria (da un minimo del 25% ad un massimo del 41% del patrimonio del comparto).

Strumenti finanziari: **Titoli di debito**, che siano emessi da Stati dell'area EURO, Organismi Internazionali (cui aderisca almeno uno degli Stati dell'area EURO) nonché da emittenti residenti in altri paesi prevalentemente dell'area OCSE, denominati in EURO e in altre valute consentite dalla normativa e negoziati in mercati regolamentati dell'Unione Europea, USA, Canada o Giappone; strumenti derivati per finalità di copertura come i contratti "futures" su titoli di Stato e tassi di interesse dell'area EURO e forward su valute consentite; strumenti di mercato monetario ed operazioni di pronti contro termine. **Azioni**, quotate o quotande, su mercati regolamentati, regolarmente funzionanti, dei paesi aderenti all'OCSE e denominate nelle valute consentite dalla normativa; titoli di capitale emessi da soggetti diversi dai Paesi aderenti all'OCSE ovvero residenti in detti Paesi, purché negoziati in mercati regolamentari. **OICR, ETF, SICAV e FIA:** rientranti nell'ambito di applicazione delle Direttive 2009/65 e 2011/61UE e successive modificazioni.

Categorie di emittenti e settori industriali: obbligazioni di emittenti pubblici e privati. È consentito l'investimento in titoli di debito di emittenti societari per una quota massima del 33%; la quota massima per i titoli High Yield è 8,8%, è consentito un massimo del 25% di obbligazioni societarie con merito di credito non inferiore all'Investment Grade. Come limiti di concentrazione è consentito l'investimento massimo dell'2% per emittente societario Investment Grade e governativi High Yield, massimo 0,50% per emittente societario High Yield. In ipotesi di downgrading i gestori dovranno basare il loro giudizio sulla vendita di titoli non esclusivamente sul rating, ma utilizzando altresì, dove possibile, il loro modello interno di valutazione del rischio di credito ed anche le altre informazioni in loro possesso. In ogni caso i gestori dovranno tempestivamente informare il Fondo sulle scelte operate in tal senso. Per le operazioni riguardanti strumenti derivati il rating della controparte deve risultare non inferiore all'Investment Grade per le agenzie S&P e/o Moody's alla stipula e durante il periodo della gestione. I titoli di natura azionaria riguardano prevalentemente le imprese a maggiore capitalizzazione comprese nel benchmark, senza riferimento ad alcun settore specifico.

Aree geografiche di investimento: obbligazionari esclusivamente emittenti area Euro, con eccezione per residenti in altri paesi dell'area OCSE; azionari dell'area Euro, dei principali Paesi aderenti all'OCSE e di Paesi non appartenenti all'OCSE nei limiti previsti dai mandati.

Rischio cambio: Il patrimonio investito in valute diverse dall'Euro non può superare il 30%. La gestione del rischio di cambio è ancorata all'esposizione degli indici di riferimento per i mandati passivi, mentre è affidata ai gestori attivi nei limiti di budget di rischio consentiti. Tale fattore rappresenta un elemento di diversificazione della gestione, in particolare rispetto ai rischi della componente governativa dell'area Euro.

Stile di gestione: i Gestori adottano uno stile di gestione prevalentemente attivo, in termini diversi in base alla tipologia del mandato, con l'obiettivo di battere il benchmark di riferimento nel periodo del mandato assegnato e nel rispetto del budget di rischio assegnato.

Benchmark e parametro di rischio: Il comparto Bilanciato è caratterizzato dall'obiettivo di conseguire, sull'orizzonte temporale coincidente con la durata della convenzione, un rendimento almeno pari a quello del

benchmark, con un profilo di rischio definito attraverso un vincolo di TEV rispetto al benchmark per tutti i mandati ad eccezione del mandato multiasset total return per il quale il limite è stabilito in termini di deviazione standard dei rendimenti annualizzata.

Benchmark⁶:

Bloomberg Barclays Euro Aggregate 1-3 Y TR in €	15%	LE13TREU
Bloomberg Barclays Global Aggregate Investment Grade all mats TR € hdg	45%	LEGATREH
Bloomberg Barclays Global Aggregate High Yield all mats TR € hdg	5%	LG30TREH
MSCI World Developed, Net Total Return 100% hdg to Eur	7%	MXWOHEUR
MSCI World Developed Net Total Return in €	20%	MSDEWIN
MSCI World Small Cap Net Total Return in \$ convertito in € al cambio WMR	4%	NCUDWI
MSCI Emerging Market Net Total Return in €	4%	MSDEEEMN

Parametro di rischio: TEV pari al 1,5% su base annua

Investimenti alternativi, OICR, derivati:

- è previsto a livello statutario l'investimento diretto in fondi chiusi mobiliari e immobiliari. Nell'*asset allocation* strategica del Fondo è previsto di investire fino ad un massimo del 15% del patrimonio del comparto Bilanciato in fondi chiusi alternativi.
- per quanto riguarda l'utilizzo di OICR e ETF, ne è previsto l'utilizzo da parte dei gestori al fine di assicurare una efficiente gestione del portafoglio tramite una adeguata diversificazione e tempestiva gestione del rischio. Con frequenza mensile viene effettuato il "look-through" delle singole posizioni presenti nell'OICR e negli ETF, sulla base dei dati forniti dai gestori; sono state inoltre stabilite delle percentuali massime tra il valore di mercato in tali specifici investimenti ed il valore degli attivi (*Asset under Management*) di ciascun fondo.
- relativamente all'utilizzo dei derivati è previsto l'utilizzo per finalità di copertura (come ad es. contratti forward e futures).

Modalità di gestione: prevalentemente indiretta, con una ripartizione del patrimonio fra mandati specializzati, prevalentemente attivi, e un mandato ad obiettivo di rendimento.

Indicatori:

Il *turnover* del comparto deve essere contenuto entro il valore obiettivo del 100%, che in situazione di stress di mercato può raggiungere il 150%.

La *duration* media componente obbligazionaria al 31 ottobre 2020 è pari a 5,94 anni.

Patrimonio allocato al comparto al 31 ottobre 2020: 948 milioni di euro.

Mandati:

Il patrimonio del comparto è affidato a sei gestori secondo il seguente schema:

Società	Mandato	Peso %
Amundi	Bilanciato <i>Total Return</i>	15%
Axa	Obbligazionario <i>Global Aggregate</i>	25%
Blackrock	Multi Asset semi attivo	22%

⁶ Le sigle fra parentesi dopo i nomi degli indici sono gli identificativi utilizzati dalla piattaforma Bloomberg

DWS	Azionario Globale Passivo – Mercati Sviluppati	10%
Eurizon	Multi Asset semi attivo	16%
UBS	Azionario Globale Attivo – Mercati Sviluppati/Mercati Emergenti /Small Cap	12%
Totale		100%

AMUNDI

Avvio mandato: 2 novembre 2020

Scadenza mandato: 31 ottobre 2023 eventualmente rinnovabile per ulteriori tre anni

Patrimonio al conferimento: € 137 mln

Parametro di riferimento⁷:

Indice	Ticker Bloomberg (Euribor 3 mesi)	Spread annuo
Massimo (0%; Euribor 3 mesi)	EUR003M	2,5%

Ai soli fini del controllo del rischio e di coerenza con l'obiettivo di rendimento assegnato al mandato si considera un bmk allocativo uguale a quello del comparto.

Tipologia mandato: Multiasset total return

Limiti di rischio: Deviazione standard annualizzata non superiore all'8%

Stile di gestione: attivo

Limiti di investimento in relazione alle principali classi di attività:

Gestore	Azioni			Esposizione non Euro (massimo)	OICR (massimo)	Debito		
	Minimo	Massimo	Em. Mkt (massimo)			Corporate (massimo)	Corporate HY (massimo)	Em. Mkt (massimo)
Amundi	0%	50%	10%	15%	30%	50%	10%	15%

L'utilizzo di strumenti derivati è ammesso esclusivamente per finalità di copertura e se riferiti a titoli di stato, tassi di interesse, indici azionario o valute.

In caso investimento in OICR sul Fondo non devono gravare commissioni di gestione, spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle quote acquisite.

Commissioni di gestione: 0,10%

Commissione di overperformance: calcolata in ragione della differenza (se positiva) fra il risultato della gestione e l'andamento del benchmark, pari al 10%, corrisposta in caso di rendimento positivo del portafoglio; è nulla in caso di rendimento negativo del portafoglio. Viene pagata, se dovuta, solo al termine della convenzione, sulla base del calcolo relativo all'intero periodo della stessa.

⁷ Ai soli fini del controllo del rischio e di coerenza con l'obiettivo di rendimento assegnato al mandato si considera un bmk allocativo uguale a quello del comparto.

AXA

Avvio mandato: 2 novembre 2020

Scadenza mandato: 31 ottobre 2023 eventualmente rinnovabile per ulteriori tre anni

Patrimonio al conferimento: € 226 mln

Benchmark:

22%	LE13TREU	Bloomberg Barclays Euro Aggregate 1-3Y Total Return in €
58%	LEGATREH	Bloomberg Barclays Global Aggregate Investment Grade all mats Total Return € hdg.
20%	LG30TREH	Bloomberg Barclays Global Aggregate High Yield all mats Total Return € hdg.

Tipologia mandato: obbligazionario

Limiti di rischio: Tracking error volatility (TEV) annua non superiore al 5%

Stile di gestione: attivo

Limiti di investimento in relazione alle principali classi di attività:

Gestore	Esposizione non Euro (massimo)	OICR (massimo)	Debito		
			Corporate (massimo)	Corporate HY (massimo)	Em. Mkt (massimo)
Axa	8%	30%	100%	30%	20%

L'utilizzo di strumenti derivati è ammesso esclusivamente per finalità di copertura e se riferiti a titoli di stato, tassi di interesse o valute.

In caso investimento in OICR sul Fondo non devono gravare commissioni di gestione, spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle quote acquisite.

Commissioni di gestione: 0,12%

Commissione di overperformance: calcolata in ragione della differenza (se positiva) fra il risultato della gestione e l'andamento del benchmark, pari al 10%, corrisposta in caso di rendimento positivo del portafoglio; pari al 5% in caso di rendimento negativo del portafoglio. Viene pagata, se dovuta, solo al termine della convenzione, sulla base del calcolo relativo all'intero periodo della stessa.

BLACKROCK

Avvio mandato: 2 novembre 2020

Scadenza mandato: 31 ottobre 2023 eventualmente rinnovabile per ulteriori tre anni

Patrimonio al conferimento: € 205 mln

Benchmark:

25%	LE13TREU	Bloomberg Barclays Euro Aggregate 1-3Y Total Return in €
50%	LEGATREH	Bloomberg Barclays Global Aggregate Investment Grade all mats Total Return € hdg.
19%	MXWOHEUR	MSCI World Developed, Net Total Return, 100% Hedged to EUR
6%	MSDEWIN	MSCI World Developed, Net Total Return, in €

Tipologia mandato: multiasset

Limiti di rischio: Tracking error volatility (TEV) annua non superiore al 5%

Stile di gestione: semi attivo

Limiti di investimento in relazione alle principali classi di attività:

Gestore	Azioni		Esposizione non Euro (massimo)	OICR (massimo)	Debito	
	Minimo	Massimo			Corporate (massimo)	Corporate HY (massimo)
Blackrock	15%	30%	8%	30%	40%	5%

L'utilizzo di strumenti derivati è ammesso esclusivamente per finalità di copertura e se riferiti a titoli di stato, tassi di interesse, indici azionari o valute.

In caso investimento in OICR sul Fondo non devono gravare commissioni di gestione, spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle quote acquisite.

Commissioni di gestione: 0,145%

Commissione di overperformance: nessuna

DWS

Avvio mandato: 2 novembre 2020

Scadenza mandato: 31 ottobre 2023 eventualmente rinnovabile per ulteriori tre anni

Patrimonio al conferimento: € 91 mln

Benchmark:

100%	MSDEWIN	MSCI World Developed, Net Total Return in €
------	---------	---

Tipologia mandato: azionario

Limiti di rischio: Tracking error volatility (TEV) annua non superiore al 2%

Stile di gestione: passivo

Limiti di investimento in relazione alle principali classi di attività:

Gestore	Azioni		Esposizione non Euro (massimo)	OICR (massimo)
	Minimo	Massimo		
DWS	97%	100%	100%	15%

Non è ammesso l'utilizzo di strumenti derivati.

In caso investimento in OICR sul Fondo non devono gravare commissioni di gestione, spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle quote acquisite.

Commissioni di gestione: 0,065%

Commissione di overperformance: nessuna

EURIZON

Avvio mandato: 2 novembre 2020

Scadenza mandato: 31 ottobre 2023 eventualmente rinnovabile per ulteriori tre anni

Patrimonio al conferimento: € 143 mln

Benchmark:

25%	LE13TREU	Bloomberg Barclays Euro Aggregate 1-3Y Total Return in €
50%	LEGATREH	Bloomberg Barclays Global Aggregate Investment Grade all mats Total Return € hdg.
19%	MXWOHEUR	MSCI World Developed, Net Total Return, 100% Hedged to EUR
6%	MSDEWIN	MSCI World Developed, Net Total Return, in €

Tipologia mandato: multiasset

Limiti di rischio: Tracking error volatility (TEV) annua non superiore al 5%.

Stile di gestione: semi attivo

Limiti di investimento in relazione alle principali classi di attività:

Gestore	Azioni		Esposizione non Euro (massimo)	OICR (massimo)	Debito	
	Minimo	Massimo			Corporate (massimo)	Corporate HY (massimo)
Eurizon	15%	30%	8%	30%	40%	5%

L'utilizzo di strumenti derivati è ammesso esclusivamente per finalità di copertura e se riferiti a titoli di stato, tassi di interesse, indici azionari o valute.

In caso investimento in OICR sul Fondo non devono gravare commissioni di gestione, spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle quote acquisite.

Commissioni di gestione: 0,09%

Commissione di overperformance: nessuna

UBS

Avvio mandato: 2 novembre 2020

Scadenza mandato: 31 ottobre 2023 eventualmente rinnovabile per ulteriori tre anni

Patrimonio al conferimento: € 108 mln

Benchmark:

34%	MSDEWIN	MSCI World Developed, Net Total Return in €
33%	MSDEEEMN	MSCI Emerging Markets, Net Total Return in €
33%	NCUDWI - Ticker in \$ da convertire in € al cambio WMR	MSCI World Small Cap, Net Total Return

Tipologia mandato: azionario

Limiti di rischio: Tracking error volatility (TEV) annua non superiore all'8%

Stile di gestione: attivo

Limiti di investimento in relazione alle principali classi di attività:

Gestore	Azioni		OICR (massimo)
	Minimo	Massimo	
UBS	80%	100%	100%

L'utilizzo di strumenti derivati è ammesso esclusivamente per finalità di copertura e se riferiti a indici azionari o valute.

In caso investimento in OICR sul Fondo non devono gravare commissioni di gestione, spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle quote acquisite.

Commissioni di gestione: 0,25%

Commissione di overperformance: calcolata in ragione della differenza (se positiva) fra il risultato della gestione e l'andamento del benchmark, pari al 10%, corrisposta in caso di rendimento positivo del portafoglio; pari al 5% in caso di rendimento negativo del portafoglio. Viene pagata, se dovuta, solo al termine della convenzione, sulla base del calcolo relativo all'intero periodo della stessa.

Investimenti diretti

AXA Real Estate Investment Management

Fondo Immobiliare Caesar

Impegno iniziale: euro 20 mln (interamente rimborsato), suddivisi in 40 quote da 500.000 euro ciascuna

Nav al 30/09/2020: € 1,4 mln

Primo investimento: 18/6/2012

Politica di investimento: immobili commerciali collocati nell'Europa occidentale

Macquarie Infrastructure and Real Assets

Fondo infrastrutturale MEIF5

Impegno iniziale: euro 25 mln (di cui € 24,8 mln richiamati), pari al 3% del patrimonio totale del fondo.

NAV al 31/10/2020: € 26,9 mln

Primo investimento: 09/02/2017

Politica di investimento: infrastrutture in Europa occidentale e orientale.

Permira Credit Solution IV

Fondo di debito *direct leanding*

Impegno iniziale: euro 25 mln (di cui € 8,7 mln richiamati), pari al 2,25% del patrimonio totale di Eurofer

NAV al 30/09/2020: € 8,8 mln

Primo investimento: 25/09/2019

Politica di investimento: Sottoscrizione di debito PMI in Europa occidentale e orientale.

Aspetti etici, sociali e ambientali: si vedano le considerazioni generali.

Diritti di voto: competono in via esclusiva al Fondo che può eventualmente delegare al Gestore

DINAMICO

Finalità della gestione: Rivalutazione del capitale investito, attraverso investimenti finalizzati a cogliere le opportunità offerte dai mercati azionari ed obbligazionari, europei ed esteri, privilegiando i mercati obbligazionari dell'area euro, nel lungo periodo.

Orizzonte temporale: lungo periodo (oltre i 10 anni).

Grado di rischio: alto

Politica di investimento:

Politica di gestione: Le risorse sono investite in strumenti finanziari, anche derivati, di natura obbligazionaria (con minimo del 32% ed un massimo del 80% del patrimonio del comparto) e di natura azionaria (da un minimo del 16% ad un massimo del 68% del patrimonio del comparto).

Strumenti finanziari: **Titoli di debito**, che siano emessi da Stati dell'area EURO, Organismi Internazionali (cui aderisca almeno uno degli Stati dell'area EURO) nonché da emittenti residenti in altri paesi prevalentemente dell'area OCSE, denominati in EURO e in altre valute consentite dalla normativa e negoziati in mercati regolamentati dell'Unione Europea, USA, Canada o Giappone (sono esclusi gli strumenti di debito derivanti da operazioni di cartolarizzazione); strumenti derivati per finalità di copertura come i contratti "futures" su titoli di Stato e tassi di interesse dell'area EURO e *forward* su valute; strumenti di mercato monetario ed operazioni di pronti contro termine. **Azioni**, quotate o quotande, su mercati regolamentati, regolarmente funzionanti, dei paesi aderenti all'OCSE e denominate nelle valute consentite dalla normativa; titoli di capitale emessi da soggetti diversi dai Paesi aderenti all'OCSE ovvero residenti in detti Paesi, purché negoziati in mercati regolamentari. **OICR, ETF e SICAV** rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 85/611 CEE e successive modificazioni.

Categorie di emittenti e settori industriali: obbligazioni di emittenti pubblici e privati. L'investimento in obbligazione corporate investment grade è consentito fino a un massimo del 20% del patrimonio (massimo del 2% per singolo emittente), con un limite del 5% per le emissioni con rating sub-investment grade (massimo dello 0,5% per singolo emittente). In ipotesi di downgrading i gestori dovranno basare il loro giudizio sulla vendita di titoli non esclusivamente sul rating, ma utilizzando altresì, dove possibile, il loro modello interno di valutazione del rischio di credito e anche le altre informazioni in loro possesso. In ogni caso i gestori dovranno tempestivamente informare il Fondo sulle scelte operate in tal senso. Per le operazioni riguardanti strumenti derivati il rating della controparte deve risultare non inferiore all'Investment Grade per le agenzie S&P e/o Moody's alla stipula e durante il periodo della gestione. I titoli di natura azionaria riguardano prevalentemente le imprese a maggiore capitalizzazione comprese nel benchmark, senza riferimento ad alcun settore specifico.

Aree geografiche di investimento: obbligazionari esclusivamente emittenti area Euro, con eccezione per residenti in altri paesi dell'area OCSE, che emettano titoli di debito negoziati in mercati regolamentati dell'Unione Europea, USA, Canada o Giappone azionari dell'area Euro e dei principali Paesi aderenti all'OCSE e di Paesi non appartenenti all'OCSE nei limiti previsti dalla normativa.

Rischio cambio: il patrimonio investito in valute diverse dall'Euro non può superare il 30%. La gestione del rischio di cambio è affidata al gestore nei limiti di budget di rischio consentiti.

Stile di gestione: i Gestori adottano uno stile di gestione attivo con l'obiettivo di battere il benchmark di riferimento nel periodo del mandato assegnato e nel rispetto del budget di rischio assegnato.

Benchmark e parametro di rischio: il Comparto Dinamico è caratterizzato dall'obiettivo di conseguire, sull'orizzonte temporale coincidente con la durata della convenzione, un rendimento almeno pari a quello del benchmark, con un profilo di rischio definito attraverso un vincolo di TEV rispetto al benchmark.

Benchmark⁸

Bloomberg Barclays Euro Government 1-3Y Total Return in €	10%	LEG1TREU
Bloomberg Barclays Global Government Investment Grade all mats Total Return € hdg.	30%	LGTRTREH
MSCI World Developed, Net Total Return, 100% Hedged to EUR	29%	MXWOHEUR
MSCI World Developed, Net Total Return, in €	18%	MSDEWIN
MSCI Emerging Markets, Net Total Return in €	6,5%	MSDEEEMN
MSCI World Small Cap, Net Total Return in \$ convertito in € al cambio WMR	6,5%	NCUDWI

Parametro di rischio: TEV pari al 3,5% su base annua

Investimenti alternativi, OICR, derivati:

- è previsto a livello statutario l'investimento diretto in fondi chiusi mobiliari e immobiliari. Nell'*asset allocation* strategica del Fondo è previsto di investire fino ad un massimo del 15% del patrimonio del comparto Dinamico in fondi chiusi alternativi.
- Per quanto riguarda l'utilizzo di OICR e ETF, ne è previsto l'utilizzo da parte dei gestori al fine di assicurare una efficiente gestione del portafoglio tramite una adeguata diversificazione e tempestiva gestione del rischio. Con frequenza mensile viene effettuato il "look-through" delle singole posizioni presenti nell'OICR e negli ETF sulla base dei dati forniti dai gestori; sono state inoltre stabilite delle percentuali massime tra il valore di mercato in tali specifici investimenti ed il valore degli attivi (*Asset under Management*) di ciascun fondo.
- Relativamente all'utilizzo dei derivati è previsto l'utilizzo per finalità di copertura (come ad es. contratti forward e futures).

Modalità di gestione: prevalentemente indiretta, stile di gestione attivo.

Indicatori:

Il **turnover** del comparto deve essere contenuto entro il valore obiettivo del 100%, che in situazione di stress di mercato può raggiungere il 150%.

La **duration** media componente obbligazionaria al 31 ottobre 2020 è di 8,59 anni.

Patrimonio allocato al comparto al 31 ottobre 2020: 79,7 milioni di euro.

Mandati:

Il patrimonio del comparto è affidato a due gestori con i seguenti mandati.

Società	Mandato	Peso %
Eurizon	Multi asset semi attivo	80%
UBS	Azionario Globale Attivo – Mercati Sviluppati/Mercati Emergenti /Small Cap	20%
Totale		100%

⁸ Le sigle fra parentesi dopo i nomi degli indici sono gli identificativi utilizzati dalla piattaforma Bloomberg.

EURIZON

Avvio mandato: 2 novembre 2020

Scadenza mandato: 31 ottobre 2023 eventualmente rinnovabile per ulteriori tre anni

Patrimonio al conferimento: € 64 mln

Benchmark:

12,5%	LEG1TREU	Bloomberg Barclays Euro Government 1-3Y Total Return in €
37,5%	LGTRTREH	Bloomberg Barclays Global Government Investment Grade all mats Total Return € hdg.
36%	MXWOHEUR	MSCI World Developed, Net Total Return, 100% Hedged to EUR
14%	MSDEWIN	MSCI World Developed, Net Total Return, in €

Tipologia mandato: multiasset

Limiti di rischio: Tracking error volatility (TEV) annua non superiore al 5%

Stile di gestione: semi attivo

Limiti di investimento in relazione alle principali classi di attività:

Gestore	Azioni		Esposizione non Euro (massimo)	OICR (massimo)	Debito	
	Minimo	Massimo			Corporate (massimo)	Corporate HY (massimo)
Eurizon	0%	60%	13%	30%	10%	5%

L'utilizzo di strumenti derivati è ammesso esclusivamente per finalità di copertura e se riferiti a titoli di stato, tassi di interesse, indici azionari o valute.

In caso investimento in OICR sul Fondo non devono gravare commissioni di gestione, spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle quote acquisite.

Commissioni di gestione: 0,09%

Commissione di overperformance: nessuna

UBS

Avvio mandato: 2 novembre 2020

Scadenza mandato: 31 ottobre 2023 eventualmente rinnovabile per ulteriori tre anni

Patrimonio al conferimento: € 16 mln

Benchmark:

34%	MSDEWIN	MSCI World Developed, Net Total Return in €
33%	MSDEEEMN	MSCI Emerging Markets, Net Total Return in €
33%	NCUDWI Ticker in \$ da convertire in € al cambio WMR	MSCI World Small Cap, Net Total Return

Tipologia mandato: azionario

Limiti di rischio: Tracking error volatility (TEV) annua non superiore all'8%

Stile di gestione: attivo

Limiti di investimento in relazione alle principali classi di attività:

Gestore	Azioni		Esposizione non Euro (massimo)	OICR (massimo)
	Minimo	Massimo		
UBS	80%	100%	90%	100%

L'utilizzo di strumenti derivati è ammesso esclusivamente per finalità di copertura e se riferiti a indici azionari o valute.

In caso investimento in OICR sul Fondo non devono gravare commissioni di gestione, spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle quote acquisite.

Commissioni di gestione: 0,25%

Commissione di overperformance: calcolata in ragione della differenza (se positiva) fra il risultato della gestione e l'andamento del benchmark, pari al 10%, corrisposta in caso di rendimento positivo del portafoglio; pari al 5% in caso di rendimento negativo del portafoglio. Viene pagata, se dovuta, solo al termine della convenzione, sulla base del calcolo relativo all'intero periodo della stessa.

Aspetti etici, sociali e ambientali: Si vedano le considerazioni generali.

Diritti di voto: competono in via esclusiva al Fondo che può eventualmente delegare al Gestore

Investimenti diretti

Il Comparto ha intenzione di investire il 15% del proprio patrimonio in strumenti alternativi con gestione diretta, al fine di migliorare di circa l'1% il rendimento lordo delle gestioni. Gli investimenti non sono stati ancora perfezionati a causa della massa critica non ancora sufficiente per la loro realizzazione.

4. COMPITI E RESPONSABILITÀ DEI SOGGETTI COINVOLTI NEL PROCESSO

I soggetti interessati al processo di investimento, con ruoli e competenze diversificate, all'interno del Fondo Eurofer sono:

- Consiglio di Amministrazione
- Collegio dei Sindaci
- Direttore Generale
- Funzione Finanza
- Funzione di controllo interno
- Advisor finanziario
- Gestori finanziari (soggetti incaricati della gestione)
- Banca Depositaria
- Service amministrativo

Per i dettagli circa i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento si rinvia al Documento sul sistema di governo disponibile sul sito *web* del Fondo.

5. MODIFICHE APPORTATE NELL'ULTIMO TRIENNIO

Si descrivono di seguito le modifiche apportate al presente Documento nell'ultimo triennio.

In data 21 maggio 2014 sono state apportate modifiche all'art.4 (compiti e responsabilità dei soggetti coinvolti). In particolare, sono stati ridefiniti i compiti e le funzioni del Comitato Finanza e della Funzione Finanza, in coerenza con le decisioni assunte dal CdA in merito alla organizzazione interna del Fondo e all'assunzione e nomina del Responsabile della Funzione Finanza.

Con le delibere del CdA del 4 luglio e 10 ottobre 2014 è stata modificato l'intero impianto dell'*asset allocation strategica* e della struttura dei mandati.

In sintesi:

- aumento del peso delle azioni nel Comparto Bilanciato dal 20 al 30%;
- aumento del peso delle azioni nel Comparto Dinamico dal 50 al 60%;
- diversificazione, per entrambi i comparti Bilanciato e Dinamico, della tipologia di investimenti obbligazionari, affiancando ai già esistenti emittenti governativi anche titoli obbligazionari societari;
- passaggio per il Comparto Bilanciato, da mandati generalisti (quattro mandati bilanciati con identica politica di gestione) a mandati specializzati, affidando a gestori diversi le singole componenti del patrimonio (azioni, titoli di Stato, obbligazioni societarie). Al fine di limitare l'esposizione alla volatilità di mercato è stato inserito un mandato a rischio controllato;
- utilizzo di un indice azionario globale in sostituzione dell'indice precedente che era limitato esclusivamente ad investimenti "socialmente responsabili";
- aumento, per il comparto Bilanciato, della quota di patrimonio che il Fondo potrà assegnare agli "investimenti alternativi", con l'obiettivo di diversificare il portafoglio ed ottimizzare il rapporto rischio/rendimento. La percentuale prevista è del 15%, equamente ripartita tra investimenti immobiliari, infrastrutturali *debt* e private *debt*.

In data 28.1.2015 è stata esteso alla categoria "equity infrastrutturale" l'universo investibile della quota da assegnare agli investimenti alternativi.

In data 7.5.2015 e 24.5.2015:

- è stato modificato il benchmark del comparto bilanciato, passando, per il gestore Allianz, a un indice azionario globale che comprende i paesi emergenti;
- è stato modificato il benchmark dei due gestori obbligazionari attivi, sostituendo l'indice rappresentativo della componente "corporate high yield" con uno di rating minimo più elevato (minimo BB-) e con cambio coperto. In tal modo si è ridotto il limite massimo dell'esposizione in valute diverse dall'euro dei due gestori obbligazionari attivi dal 10 al 6% per una azione di convergenza ai limiti previsti dal D.M. 166/2014.

In data 27 febbraio 2017:

- E' stato modificato il benchmark del comparto bilanciato, per i gestori Anima ed Eurizon, inserendo un indice rappresentativo dei paesi emergenti.

In data 24 luglio 2017:

- È stata acquisita una nuova analisi della popolazione e dell'orizzonte temporale del Fondo

- È stato aggiornato il piano di investimento in fondi chiusi
- Sono stati adeguati alcuni limiti di investimenti delle convenzioni di gestione dei mandati obbligazionari aggregate
- È stato sostituito Pioneer con UnipoSai nel comparto garantito.

In data 12 febbraio 2018:

- Sono state modificate le date delle scadenze delle convenzioni relative al comparto bilanciato e dinamico; è stato inserito il nuovo investimento alternativo in Private Debt con la Società Permira

In data 3 giugno 2019

- È stato soppresso il Comitato Finanza

In data 30 novembre 2020

- Sezione 1 – Premessa: aggiornamento informazioni
- Sezione 2 – Obiettivi da realizzare nella gestione finanziaria: revisione delle caratteristiche demografiche della popolazione di riferimento e dei suoi bisogni previdenziali e conseguente revisione dell'*Asset Allocation* Strategica dei comparti Bilanciato e Dinamico
- Sezione 3 – Criteri da seguire nell'attuazione della gestione finanziaria: aggiornamento delle caratteristiche dei comparti Bilanciato e Dinamico per effetto della revisione dell'*Asset Allocation* Strategica; indicazione della nuova articolazione dei mandati con decorrenza 2 novembre 2020; esplicitazione del fatto che il benchmark allocativo in asset class liquide dei comparti Bilanciato e Dinamico viene utilizzato anche per la componente illiquida.
- Sezione 4 – Compiti e responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo: aggiornamento dei compiti del direttore generale in coerenza a quanto indicato nelle vigenti previsioni normative e regolamentari; aggiornamento dei soggetti gestori.
- Sezione 5 - Sistema di controllo e valutazione dei risultati conseguiti: aggiornamento dei controlli effettuati a livello di singolo mandato e comparto.
- Appendice A - Metodologia adottata per la stima della probabilità di shortfall e dei tassi di sostituzione: aggiornamento dei rendimenti attesi e volatilità, della metodologia di simulazione, tassi di sostituzione, ipotesi utilizzate e risultati delle simulazioni.

In data 27 maggio 2021:

- Sezione 4 – Compiti e responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo: adeguamento alle indicazioni fornite dalla Covip con Delibera del 29/07/2020
- Sezione 5 - Sistema di controllo e valutazione dei risultati conseguiti: eliminazione della sezione in ossequio alle indicazioni fornite dalla Covip con Delibera del 29/07/2020

6. Appendice A – Metodologia adottata per la stima della probabilità di shortfall e dei tassi di sostituzione

Obiettivo di rendimento

Le misure di *shortfall* sono state calcolate assumendo due diversi tassi di rendimento obiettivo, e precisamente:

- 0%, cioè obiettivo di restituzione del capitale nominale;
- 1,50%, 1,65% e 2,00%, cioè obiettivi di restituzione del capitale reale, assumendo tre diversi livelli di inflazione media sugli orizzonti temporali di simulazione;

Calcolo della performance

Le misure sono calcolate in una logica *time-weighted*, assumendo un investimento iniziale detenuto sull'intero orizzonte di simulazione.

Le simulazioni fatte per determinare le storie contributive degli "aderenti tipo" sono invece in una logica *money-weighted*, dove perciò la posizione obiettivo è costituita dal capitale accumulato come montante di una rendita crescente, costituita dai contributi al fondo, incrementati al tasso di crescita della retribuzione, il tutto rivalutato anno dopo anno utilizzando il tasso d'inflazione pertinente per ciascun periodo.

Orizzonti temporali della simulazione

Anche se in sede di analisi per tutti i comparti sono state calcolate le stime di *shortfall* su tutti gli orizzonti temporali, nell'indicazione sintetica di rendimento atteso, volatilità e *shortfall probability* vengono forniti i valori relativi alla durata consigliata nella Nota informativa (5, 10, 20).

Rendimenti attesi e volatilità

Le stime di rendimento e volatilità sono state fatte utilizzando i seguenti parametri.

- Rendimento
 - 5 e 10 anni - mediana delle risposte al sondaggio effettuato da EIC a settembre 2019 fra 61 gestori;
 - 15/20 anni e oltre – tasso d'inflazione più premi per il rischio (vedi tavola seguente);
 - I valori di rendimento atteso così calcolati sono tutti più bassi di quelli desumibili utilizzando le ipotesi di rendimento reale indicate dalla Covip nelle istruzioni per la redazione del progetto esemplificativo
- Tasso d'inflazione – mediana delle risposte al sondaggio EIC per gli orizzonti a 5 e 10 anni. Inflazione BCE al 2% per le durate più lunghe.
- Volatilità e correlazioni
 - Calcolate sui rendimenti medi mensili in euro nel periodo 12.1998 – 31.12.2019
- Tassazione

L'aliquota fiscale è stimata come media ponderata delle aliquote per i titoli di Stato (12,50%) e per tutte le altre attività (20%) sulla base dei pesi nei benchmark di ciascun comparto

- Comparto Garantito: 15,5%

- Comparti Bilanciato: 16,63%
- Comparto Dinamico: 17%
- Costi di gestione⁹
 - Comparto Garantito: 0,227%
 - Comparto Bilanciato: 0,137%
 - Comparto Dinamico: 0,117%

Ticker Bloomberg	Asset class	Rendimento storico	Volatilità	Garantito	Bilanciato	Dinamico	Rendimento atteso a			Premi per il rischio su inflazione
							5 anni (1)	10 anni (1)	20 e 35 anni (2)	
LEG1TREU	Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR	2,64%	1,33%	0,00%	0,00%	10,00%	-0,11%	0,25%	2,25%	0,25%
LE13TREU	Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Government 1-3 Year TR Index	2,76%	1,23%	0,00%	15,00%	0,00%	-0,08%	0,35%	2,30%	0,30%
EGOV	The BofA Merrill Lynch 1-5 Year Euro Government Index	3,04%	1,87%	60,00%	0,00%	0,00%	-0,10%	0,35%	2,50%	0,50%
EROV	The BofA Merrill Lynch 1 - 5 year euro Corporate Index	3,58%	2,03%	35,00%	0,00%	0,00%	0,10%	0,50%	3,25%	1,25%
LG1RTREH	Bloomberg Barclays Global Treasuries Total Return Index_Euro Hedged	3,81%	2,88%	0,00%	0,00%	30,00%	0,22%	0,75%	3,00%	1,00%
LEGATREH	Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index Value Hedged EUR	3,98%	2,76%	0,00%	45,00%	0,00%	0,44%	1,00%	3,35%	1,35%
LG30TREH	Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return Index Value Hedged EUR	7,32%	8,97%	0,00%	5,00%	0,00%	2,26%	2,43%	4,25%	2,25%
MXWOEUR	Azioni mondiali Euro Hedged_TR	5,38%	13,72%	0,00%	7,00%	29,00%	4,90%	4,95%	6,00%	4,00%
NDDUWI	Azioni mondiali	6,50%	14,12%	5,00%	20,00%	18,00%	5,90%	5,95%	6,00%	4,00%
NCUDWI	Azioni mondiali small cap	10,86%	19,87%	0,00%	4,00%	6,50%	7,00%	7,00%	7,00%	5,00%
NDUEEGF	Azioni Mercati Emergenti	10,48%	16,31%	0,00%	4,00%	6,50%	8,74%	7,40%	7,00%	5,00%
Totale				100,0%	100,0%	100,0%				
Rendimento storico (3)				3,40%	5,10%	5,52%				
Inflazione storica (3)				1,66%	1,67%	1,67%				
Rendimento storico reale				1,74%	3,44%	3,86%				
Volatilità storica annualizzata (3)				1,72%	5,19%	8,07%				
Rendimento atteso comparto - Lordo nominale										
5 anni				0,27%	2,45%	3,56%				
10 anni				0,68%	2,74%	3,69%				
20 anni				2,94%	4,25%	4,86%				
Rendimento atteso comparto - Netto nominale										
5 anni				0,04%	1,91%	2,82%				
10 anni				0,38%	2,15%	2,93%				
20 anni				2,29%	3,40%	3,90%				
Rendimento atteso comparto - Netto reale							Inflazione attesa			
5 anni				-1,46%	0,41%	1,32%	1,50%	(1)		
10 anni				-1,32%	0,45%	1,23%	1,70%	(1)		
20 anni				0,29%	1,40%	1,90%	2,00%	(4)		
Rendimento atteso netto TFR							Inflazione attesa			
5 anni							1,70%			
10 anni							1,70%			
20 anni							2,00%			
Rendimento Covip										
5 anni				3,60%	3,68%	4,35%				
10 anni				3,80%	3,85%	4,53%				
20 anni				4,10%	4,10%	4,80%				

(1) Sondaggio EIC settembre 2019 - 61 società partecipanti
(2) Inflazione attesa più premio per il rischio
(3) Valori medi mensili annualizzati dal 31.12.1998 al 31.12.2019
(4) Obiettivo BCE e tasso d'inflazione COVIP

Metodologia di simulazione

Rischio di *shortfall*

Per costruire gli scenari della simulazione si procede in questo modo:

- il patrimonio iniziale è distribuito percentualmente secondo l'allocazione decisa;

⁹ Commissioni di gestione più banca depositaria al 31/12/2019

- a ciascuna componente vengono per ciascun mese applicati rendimenti estratti casualmente con distribuzione normale ma con la stessa correlazione della distribuzione storica;
- il patrimonio così ottenuto è nuovamente ripartito percentualmente secondo l’allocazione stabilita e si procede a una nuova estrazione di rendimenti (ribilanciamento mensile);
- Il processo viene ripetuto costruendo 5.000 percorsi di evoluzione del patrimonio;
- Il risultato della simulazione è una matrice con un numero di colonne pari al numero di percorsi simulati e un numero di righe pari ai mesi di durata dell’investimento. L’ultima riga della matrice contiene 5.000 possibili valori futuri del portafoglio sui quali vengono calcolate le statistiche;
- Nella costruzione dei percorsi simulati si tiene conto della tendenza dei rendimenti al ritorno verso la media («mean reversion»)¹⁰;
- Modello di simulazione utilizzato: Montecarlo Multivariato.

La tabella sottostante presenta i valori di probabilità di shortfall ottenuti simulando l’evoluzione del patrimonio dei comparti Bilanciato e Dinamico con la nuova AAS.

I risultati relativi al comparto Garantito sono uguali nelle due tavole perché l’AAS del comparto non cambia.

Nelle due colonne a destra sono posti a confronto i valori ottenuti con la nuova AAS con quelli attuali. Come si può vedere, negli orizzonti a 5 e 10 anni si ottiene un generale miglioramento. Su 20 anni i valori sono sostanzialmente invariati.

Comparto	Orizzonte	Rendimento atteso netto reale	Inflazione attesa	Volatilità del rendimento annualizzato	Probabilità di non raggiungere (Shortfall probability) l’obiettivo di rendimento		Differenza rispetto ad allocazione attuale	
					0%	Inflazione	0%	Inflazione
Garantito	5	-1,46%	1,50%	0,53%	48,18%	99,72%	0,00%	0,00%
Bilanciato	5	0,41%	1,50%	1,80%	14,62%	41,28%	-2,98%	-10,04%
Dinamico	5	1,32%	1,50%	2,79%	16,42%	33,08%	-1,26%	-1,88%
Garantito	10	-1,32%	1,70%	0,37%	15,56%	99,96%	0,00%	0,00%
Bilanciato	10	0,45%	1,70%	1,29%	4,94%	38,10%	-0,66%	-9,58%
Dinamico	10	1,23%	1,70%	2,01%	7,72%	28,96%	-1,96%	-4,14%
Garantito	20	0,29%	2,00%	0,27%	0,00%	12,82%	0,00%	0,00%
Bilanciato	20	1,40%	2,00%	0,91%	0,00%	6,08%	0,00%	-0,56%
Dinamico	20	1,90%	2,00%	1,42%	0,18%	10,74%	-0,02%	0,14%

Tassi di sostituzione

Aderenti tipo

Per stimare il contributo atteso dall’adesione a Eurofer al tasso di sostituzione offerto dalla previdenza obbligatoria sono state identificate tre figure “tipo” per ogni comparto.

¹⁰ COVIP (2013) *La rappresentazione del rischio nella stima della previdenza complementare, Documento per la discussione*, Febbraio 2013, pag. 61 e seguenti

Tali figure sono state selezionate adottando il medesimo criterio assunto dall'EIOPA per l'identificazione dei casi tipo connessi allo svolgimento di analisi di stress test¹¹ e cioè aderenti ai quali manchino rispettivamente 5, 20 e 35 anni al pensionamento

Data la prevalenza della popolazione maschile nel Fondo le analisi sono state limitate a questa componente.

Gli «aderenti tipo» sono gli iscritti al Fondo che hanno le seguenti caratteristiche:

- età compresa nei tre intervalli 33-35, 47-49 e 61-63 anni
- contribuzione TFR 100%
- Iscrizione al Fondo di tipo «collettivo»

Le retribuzioni sono quelle medie per i dipendenti di queste fasce di età fornite da FS/Anas nella primavera 2019.

Le posizioni contributive a fine 2018 sono state ricavate dal database di Previnet come media delle posizioni degli aderenti nelle tre fasce di età, avendo escluso gli iscritti nel 2018 e tutti quelli con una posizione a fine anno minore di 1000 euro.

Ipotesi utilizzate nelle simulazioni

Per ciascun «aderente tipo» abbiamo simulato il percorso di accumulazione previdenziale assumendo:

- Tassi di inflazione del 1,75% a 5 anni e 2% a 20 e oltre¹²;
- Un tasso di crescita reale della retribuzione pari all' 1% all'anno¹³;
- Posizione contributiva iniziale, retribuzione e contribuzione indicate in tabella;
- Un rendimento dei comparti sui diversi orizzonti temporali come indicato in tabella;
- Continuità di contribuzione;
- Anno di pensionamento coerente con l'attuale normativa, approssimato in:
 - o 67 anni per gli aderenti con un orizzonte di 5 anni
 - o 68 anni per gli aderenti con un orizzonte di 20 anni
 - o 69 anni per gli aderenti con un orizzonte di 35 anni
- Tassi di sostituzione dalla AGO ricavati dalle previsioni della Ragioneria Generale dello Stato¹⁴;
- Tasso di trasformazione in rendita alle diverse età di pensionamento calcolato utilizzando le condizioni della polizza attualmente in essere con Unipol SAI.

Risultati delle simulazioni

La tabella seguente contiene i risultati delle simulazioni, messi a confronto, nelle ultime due colonne, con i valori calcolati utilizzando la precedente asset allocation strategica.

La modifica dell'asset allocation consente di migliorare leggermente i tassi di sostituzione in tutti i comparti, salvo che nel Garantito a 5 anni, a causa della discesa dei rendimenti attesi.

Come si può notare, i tassi di sostituzione calcolati sui periodi più lunghi sono molto elevati, ma va ricordato che sono il risultato di ipotesi molto forti sulla costanza del rendimento, sulla continuità contributiva e sulla stabilità

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

¹² Ipotesi in linea con le Istruzioni Covip per la redazione del prospetto «La mia pensione complementare».

¹³ Ipotesi in linea con le Istruzioni Covip per la redazione del prospetto «La mia pensione complementare».

¹⁴ Ministero dell'Economia e delle Finanze – Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario, Agosto 2017. Tavola 6.1 a pagina 190.

nel futuro dei coefficienti di conversione in rendita e vanno considerati al solo fine di confronto della capacità di soddisfare i fabbisogni previdenziali dei diversi comparti su ciascun orizzonte temporale d'investimento.

Età	Età al pensionamento	Orizzonte	Comparto	Retribuzione	Tasso di crescita della retribuzione	Posizione maturata	Totale contrib.	Ultima retribuzione	Montante finale (1)	Tasso di conversione in rendita (2)	Rendita	Tasso di sostituzione da rendita	Precedente	Differenza
62	67	5	GARANTITO	41.317	2,75%	38.582	8,91%	47.319	58.363	6,59%	3.848	8,13%	8,20%	-0,06%
62	67	5	BILANCIATO	41.317	2,75%	38.582	8,91%	47.319	62.814	6,59%	4.141	8,75%	8,65%	0,10%
62	67	5	DINAMICO	41.317	2,75%	38.582	8,91%	47.319	64.776	6,59%	4.271	9,03%	8,98%	0,05%
48	68	20	GARANTITO	39.014	3,00%	30.336	8,91%	70.464	164.355	6,59%	10.836	15,38%	14,93%	0,45%
48	68	20	BILANCIATO	39.014	3,00%	30.336	8,91%	70.464	188.091	6,59%	12.401	17,60%	17,01%	0,59%
48	68	20	DINAMICO	39.014	3,00%	30.336	8,91%	70.464	199.050	6,59%	13.123	18,62%	18,25%	0,38%
34	69	35	GARANTITO	34.847	3,00%	26.880	8,91%	98.055	328.174	6,59%	21.637	22,07%	21,22%	0,85%
34	69	35	BILANCIATO	34.847	3,00%	26.880	8,91%	98.055	407.408	6,59%	26.860	27,39%	26,01%	1,38%
34	69	35	DINAMICO	34.847	3,00%	26.880	8,91%	98.055	441.573	6,59%	29.113	29,69%	28,95%	0,74%

(1) Mediana dei valori simulati

(2) Rendita equivalente - Attuali condizioni di polizza Eurofer - Tasso tecnico 2,50% - Rendimento minimo garantito 2,5% anno - Età di pensionamento 65 anni