



DOCUMENTO SULLA POLITICA DI INVESTIMENTO

Predisposto a norma della Deliberazione Covip del 16 marzo 2012

APPROVATO DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE NELLA SEDUTA

del 9 giugno 2022

DOCUMENTO SULLA POLITICA DI INVESTIMENTO

Predisposto a norma della Deliberazione Covip del 16 marzo 2012

Premessa

Il presente documento viene redatto dal Consiglio di Amministrazione (d'ora in avanti Cda) di Fondo Sanità in ottemperanza a quanto richiesto dall'articolo 2 della Deliberazione Covip del 16 marzo 2012 (d'ora in avanti Delibera).

Il documento definisce la strategia di investimento che Fondo Sanità intende attuare per ottenere, dall'impiego delle risorse affidate, combinazioni rischio-rendimento efficienti nell'arco temporale coerente con i bisogni previdenziali dei propri aderenti.

Più precisamente, il presente documento intende dettagliare:

1. gli obiettivi della gestione finanziaria;
2. i criteri seguiti nella sua attuazione.

La presente versione del Documento si rende necessaria a norma dell'articolo 2, comma 4 della Deliberazione Covip del 16 marzo 2012 che impone l'obbligo di revisione almeno ogni tre anni.

Il presente documento, a norma del comma 6. dell'articolo 2 della Deliberazione Covip del 16 marzo 2012, viene pubblicato sul sito web di Fondo Sanità e viene inviato in copia:

1. agli organi di controllo di Fondo Sanità;
2. ai gestori di Fondo Sanità;
3. alla banca depositaria;
4. alla Covip
5. ed è pubblicato sul sito web di Fondo Sanità

1. Gli obiettivi della gestione finanziaria

Questa sezione del documento è dedicata all'analisi degli obiettivi che Fondo Sanità si propone di raggiungere per conto dei propri aderenti. Tali obiettivi vengono declinati in termini generali e con riferimento a ogni singolo comparto.

Coerentemente con quanto indicato dal comma 2 dell'art.3 della Delibera, e tenendo anche conto dell'esperienza storica finora maturata, l'obiettivo finale della politica di investimento di Fondo Sanità consiste nel perseguire combinazioni rendimento-rischio efficienti su un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. In tal senso, l'orizzonte temporale medio-lungo è funzionale alla realizzazione degli obiettivi previdenziali degli aderenti. Questi stessi obiettivi impongono la necessità di mantenere il rischio sottostante alla gestione finanziaria a un livello tollerabile per gli aderenti.

La valutazione degli obiettivi previdenziali degli aderenti è strettamente legata alle caratteristiche demografiche della popolazione degli iscritti. Il Cda di Fondo Sanità ha proceduto pertanto ad un'attenta analisi della stratificazione anagrafica degli iscritti per meglio calibrare gli obiettivi della gestione finanziaria.

Alla data del 30/04/2022, gli aderenti a FondoSanità sono 7844, di questi 1594 hanno scelto il comparto Scudo, 1285 il comparto Progressione, 2680 il comparto Espansione, 2036 investono in più comparti, mentre 249 non hanno effettuato alcuna scelta.

Per classi di età la popolazione è così suddivisa (vedi Tabella 1).

Come è possibile desumere dalla tabella, circa il 70% degli aderenti ha un'età inferiore ai 60 anni e circa il 30% si posiziona oltre i 60 anni. Ciò consente di impostare le scelte di investimento su archi temporali medio-lunghi, coerenti con l'orizzonte di futura erogazione delle rendite accumulate.

Tabella 1: Numero degli aderenti a FondoSanità e ripartizione per classe di età alla data del 30/04/2022

Numero Aderenti	%	Classe di età
219	2,79	< di 20 anni
154	1,96	tra i 20 ed i 24 anni di età
461	5,88	tra i 25 ed i 29 anni
958	12,21	tra i 30 ed i 34 anni
979	12,48	tra i 35 ed i 39 anni
582	7,42	tra i 40 ed i 44 anni
510	6,50	tra i 45 ed i 49 anni
566	7,22	tra i 50 ed i 54 anni
995	12,69	tra i 55 ed i 59 anni
1183	15,08	tra i 60 ed i 64 anni
1237	15,77	> di 64 anni
7844	100	Totale Aderenti

In merito ai principi generali di investimento, Fondo Sanità ritiene che per il soddisfacimento dei fabbisogni previdenziali degli aderenti, una politica gestionale improntata a logiche di *relative return* (rendimento del portafoglio comparato rispetto al rendimento ottenuto da un indice *benchmark*) sia la meglio adatta date le caratteristiche della popolazione iscritta (si veda anche la successiva Sezione 2). Una filosofia di *total return* – ovvero la pre-definizione di un certo valore di rendimento assoluto dato un definito intervallo probabilistico di confidenza – viene ritenuto ad oggi difficilmente accettabile da un pubblico di aderenti dotato di una cultura finanziaria non sempre elevata e quindi in grado di valutare le implicazioni di tale politica gestionale.

Il Cda ritiene per contro che una politica gestionale che identifichi precisamente un parametro di riferimento con cui misurare la performance del gestore sia meglio interpretabile e quindi assumibile da un aderente in modo più consapevole.

Nell'ambito di una politica gestionale improntata a criteri di *relative return*, è consapevolezza del Cda che si debba in ogni caso garantire ai gestori una certa possibilità di azione attraverso politiche di gestione attiva. Il grado di discrezionalità che il gestore potrà utilizzare dipende dal livello di *tracking error volatility* (TEV) massima consentita.

1.1 Gli obiettivi della gestione articolati per comparto

Fin dalla sua costituzione, Fondo Sanità ha articolato la sua missione istituzionale per comparti. Ciò nella convinzione che ciascun aderente presenti propri obiettivi rischio-rendimento anche in funzione della propria età anagrafica e della maggiore o minore vicinanza al momento dell'abbandono dell'attività lavorativa.

Alla data del 30/04/2022, il valore complessivo del portafoglio, certificato dalla banca depositaria, ammonta a 260.200.515,95 milioni di euro con una distribuzione asimmetrica del valore conferito per comparto: 80.194.055,69 mil/euro Scudo, 77.489.394,79 mil/euro Progressione e 102.517.065,47 mil/euro Espansione.

Come si può notare, oltre 157 milioni di euro risultano posizionati su comparti a prevalente composizione obbligazionaria o bilanciata ma una frazione importante è costituita dal comparto a prevalente composizione azionaria.

Le informazioni disponibili al CdA indicano che anche nei prossimi anni le proporzioni del patrimonio si manterranno in linea con le ultime risultanze disponibili.

Per previsione statutaria, in caso di mancata scelta del comparto di investimento, si intende attivata l'opzione verso il comparto Scudo dell'intero versamento contributivo. E' previsto, altresì, un meccanismo di *switch* automatico per cui al compimento del sessantacinquesimo anno di età dell'aderente, è prevista la riallocazione automatica della posizione individuale nonché la destinazione dei relativi flussi contributivi futuri verso il comparto Scudo. È data comunque facoltà all'aderente interessato di manifestare una diversa volontà, secondo le modalità ed i termini comunicati dal Fondo.

Come indicato, Fondo Sanità continua a proporre i tre comparti denominati Scudo, Progressione ed Espansione. Gli obiettivi di ciascun comparto sono dettagliati di seguito.

1.1.1. Obiettivi generali del comparto Scudo

Il comparto SCUDO corrisponde ad una politica di investimento volta a perseguire una composizione del portafoglio orientata verso attività a basso rischio e di pronta liquidabilità, quali investimenti in titoli di debito e parti di OICR relative a gestioni in titoli di debito a basso rischio. Il rischio sottostante ai titoli di debito viene controllato essenzialmente attraverso parametri di durata finanziaria e di merito creditizio dell'emittente (rating minimo).

1.1.2. Obiettivi generali del comparto Progressione

Il comparto PROGRESSIONE corrisponde ad una politica di investimento volta a perseguire una struttura del portafoglio orientata ad una composizione bilanciata del medesimo in titoli di debito, parti di OICR relative a gestioni in titoli di debito, titoli di capitale e quote di OICR relative a gestioni in titoli di capitale.

Sul fronte degli investimenti in titoli di capitale, come si avrà modo di osservare nella sezione 2 relativa ai criteri di attuazione della politica di investimento, si utilizza una logica di ampia diversificazione, nella convinzione che solo potendo spaziare su asset class differenziate per area geografica e settore merceologico sia possibile raggiungere la massima efficienza gestionale e il miglior binomio rendimento-rischio.

1.1.3 Obiettivi generali del comparto Espansione

Il comparto ESPANSIONE corrisponde ad una politica di investimento volta a perseguire una struttura del portafoglio prevalentemente orientata verso titoli di capitale. In modo simile a quanto indicato per il comparto PROGRESSIONE, sul fronte degli investimenti in titoli di capitale, si utilizza una logica di ampia diversificazione, nella convinzione che solo potendo spaziare su *asset class* differenziate per area geografica e settore merceologico sia possibile raggiungere la massima efficienza gestionale e il miglior binomio rendimento-rischio.

1.1.4 Dati relativi a rendimento e rischio dei singoli comparti

L'articolo 3, comma 4 della Delibera richiede, per ciascun comparto, l'esplicitazione del rendimento medio annuo atteso in termini nominali e in termini reali e della sua variabilità nell'orizzonte temporale della gestione (espresso in numero di anni). La Delibera impone inoltre di indicare la probabilità che, anche in base all'esperienza passata, il rendimento dell'investimento, nell'orizzonte temporale della gestione, risulti inferiore a un determinato limite.

Per ottemperare alle richieste della Delibera, è stato condotto uno studio svolto sulla base dell'allocazione degli investimenti attualmente definita dal Fondo e fissata nelle Convenzioni di gestione. Esso integra i valori del rendimento e della volatilità attesa con una presentazione dei risultati di *shortfall analysis* che stima le probabilità di non raggiungere determinati obiettivi di rendimento. Contestualmente, questa analisi consente di esprimere l'orizzonte teorico dell'investimento espresso come lasso di tempo entro il quale si ottiene una ragionevole probabilità di conseguire l'obiettivo fissato.

Deve in ogni caso essere precisato come i rendimenti attesi utilizzati nel modello inglobino le cautele circa le prospettive di sviluppo della zona Euro e, di conseguenza, i

risultati derivanti dai calcoli effettuati devono essere interpretati alla luce del loro impatto relativo.

I risultati contenuti nelle tabelle di seguito riportate presentano una stima su periodi anche ampi (10-15 anni). In ogni caso, in accordo con le disposizioni della vigente normativa (cfr. art. 6, comma 5 ter del Dlgs n 252/2005), si renderà comunque necessario prevedere un monitoraggio nel tempo delle stime per inglobare sia movimenti negativi sia positivi dello scenario economico generale.

La citata deliberazione Covip prevede altresì, come anticipato, che nell'ambito dell'analisi venga valutata la probabilità che nell'orizzonte temporale della gestione non vengano raggiunti determinati obiettivi; a questo fine, pertanto, si è ritenuto di distribuire gli obiettivi della gestione lungo tre filoni di riferimento corrispondenti a tre distinte macro tipologie di iscritti.

- Soggetti prossimi alla richiesta di una prestazione, per i quali l'obiettivo si traduce nella necessità di preservare il valore nominale della posizione maturata; ciò in quanto chi è prossimo alla pensione ha già concluso il proprio percorso di accumulo e non necessita più di valorizzare la propria posizione individuale in termini subordinati ad un maggiore livello di rischio e chi accede ad una prestazione anticipata è presumibilmente vincolato a impegni finanziari determinati che, pertanto, si pongono nella linea di avversità al rischio.
- Soggetti in una posizione intermedia, caratterizzata dal fatto che l'esigenza di valorizzazione sia temperata dalla presenza di un rischio contenuto che consenta di accompagnare la fase di accumulo preservando il più possibile il montante progressivo da eccessive oscillazioni di segno negativo. Per questi soggetti assume un ruolo fondamentale anche la considerazione sul rendimento implicito dovuto alla fiscalità agevolata.
- Il terzo gruppo è rappresentato da quanti, oltre ai suddetti rendimenti "impliciti" richiedono una valorizzazione di mercato delle risorse accumulate.

A tale fine, giova rimarcare come le aspettative, espresse in termini di permanenza residua media nel Fondo fanno riferimento sia, principalmente, alle regole che disciplinano in linea generale il collocamento in quiescenza, sia l'insieme delle fattispecie che probabilisticamente afferiscono ad ogni iscritto in ordine ai percorsi soggettivi che conducono all'accesso in via anticipata a una quota o alla totalità delle risorse previdenziali conferite al Fondo.

In termini generali, queste esigenze si traducono in obiettivi di rendimento tali da garantire, nei rispettivi orizzonti temporali di riferimento, di conseguire:

- una protezione nominale del capitale: in questo caso, stanti le ipotesi adottate, viene di volta in volta evidenziata la probabilità, alle diverse scadenze temporali, di conseguire una perdita rispetto al capitale tempo per tempo versato;

- una protezione reale del capitale: esprime la probabilità che il rendimento conseguito non consenta di pervenire alla copertura della progressiva perdita del potere d'acquisto conseguente alla dinamica inflattiva, fissata nella misura dell'1,5%;
- un rendimento comparabile con la rivalutazione legale del Trattamento di fine rapporto (TFR): esprime la probabilità che la gestione non consenta di raggiungere un rendimento equivalente a quello disposto dalla normativa vigente per il TFR la cui misura è direttamente correlata al tasso di inflazione (la rivalutazione attesa è quindi pari al 2,63%).

L'asset allocation strategica dei comparti finanziari, così come attualmente stabilita nelle convenzioni vigenti è riassumibile nelle seguenti composizioni neutrali (si veda Tabella 2).

Tabella 2: Asset allocation strategica dei comparti di Fondo Sanità

	Scudo	Progressione	Espansione
AZIONARIO MONDO (PAESI SVILUPPATI) TR – USD		30%	
AZIONARIO MONDO (PAESI SVILUPPATI) TR – Hedged			75%
OBBLIGAZIONARI GOVERNATIVI EMU 1-3 ANNI	50%	70%	25%
OBBLIGAZIONARI GOVERNATIVI EMU 3-5 ANNI	20%		
OBBLIGAZIONARIO CORPORATE EURO 1-5 ANNI	30%		

Per ciascuno dei comparti in cui si articola la gestione del Fondo è stata effettuata, attraverso un modello media-varianza, la stima del rendimento atteso e della volatilità del portafoglio.

Le valutazioni del rendimento atteso sono state svolte utilizzando il modello tradizionale che ingloba la stima:

- dei rendimenti attesi delle singole asset class che compongono il benchmark;
- della volatilità delle stesse;
- della matrice di correlazione tra le diverse asset class.

Il primo fattore determina il rendimento atteso del portafoglio complessivo. Gli ultimi due fattori sono essenziali per conoscere il livello di “attendibilità” del risultato indicato. Maggiore è la volatilità del portafoglio più ampio risulta essere il range entro il quale verosimilmente può variare il risultato effettivo. La correlazione è, infine, determinante per assicurare l'efficace funzionamento dei meccanismi di diversificazione

degli investimenti. Maggiore è la correlazione minore è la possibilità di mitigare l'effetto della volatilità.

In estrema sintesi, di seguito vengono rappresentati gli elementi determinanti che influiscono sui singoli fattori.

- **Rendimenti attesi**
Componente obbligazionaria - la componente sta subendo nell'ultimo periodo una fase di rialzo dei tassi, come conseguenza delle politiche restrittive in atto, in particolare per quanto riguarda la FED. Le prospettive vedono la possibilità di un ulteriore incremento dei tassi, che nell'estate potrebbe coinvolgere maggiormente anche l'area UE. Ne consegue che ora, per la maggior parte delle emissioni vengono offerti tassi decisamente più alti rispetto ai mesi precedenti, quando una buona parte delle emissioni di titoli di Stato proponeva invece tassi negativi.
Componente corporate – anche tale componente risente delle tensioni sul mercato obbligazionario, con conseguente aumento dei rendimenti.
Componente azionaria - la componente europea risente delle incertezze legate principalmente, da un lato, ai timori di restrizioni economiche importanti esercitate dalle banche centrali e, dall'altra dalle incertezze legate al proseguimento del conflitto tra Russia e Ucraina.
La componente azionaria USA risente invece in maniera significativa della politica restrittiva della FED e dei timori di un possibile ridimensionamento della crescita economica o, nello scenario peggiore, di recessione.
- **Volatilità**
I livelli di volatilità hanno risentito in maniera significativa dell'impatto degli eventi esogeni: dopo la pandemia, l'inizio della guerra in Ucraina nella fine del febbraio 2022 e i timori legati al forte rialzo dell'inflazione hanno determinato delle fasi di elevata volatilità sui mercati.
- **Correlazione**
La correlazione ha raggiunto livelli molto elevati soprattutto per quanto riguarda la componente azionaria, in occasione in particolare delle fasi di andamento negativo dei mercati.

La tabella 3 fornisce, con riferimento al comparto **Scudo** i valori delle grandezze risultanti dai calcoli effettuati.

Tabella 3 Risultati dell'analisi di scenario per il comparto Scudo

Rendimento atteso	0,93%
Volatilità attesa portafoglio	1,12%

Applicando a tali valori l'analisi di *shortfall* si perviene alla stima delle probabilità di non raggiungere gli obiettivi generali descritti in precedenza su orizzonti temporali diversificati (vedi Tabella 4).

Tabella 4: Analisi di *shortfall* per il comparto Scudo

	target	1 anno	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	15 anni	20 anni
Prob non ottenere la protezione nominale	0,00%	20,32%	7,52%	3,17%	1,40%	0,43%	0,07%	0,01%
Prob non ottenere la protezione reale	1,50%	69,46%	81,10%	87,24%	91,09%	94,62%	97,56%	98,86%
Prob non ottenere il risultato del TFR	2,63%	93,49%	99,56%	99,96%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

La tabella 5 fornisce, con riferimento al comparto **Progressione**, i valori delle grandezze risultanti dai calcoli effettuati.

Tabella 5: Risultati dell'analisi di scenario per il comparto Progressione

Rendimento atteso	2,09%
Volatilità attesa portafoglio	4,63%

Applicando a tali valori l'analisi di *shortfall* si perviene alla stima delle probabilità di non raggiungere gli obiettivi generali descritti in precedenza su orizzonti temporali diversificati (vedi Tabella 6).

Tabella 6: Analisi di *shortfall* per il comparto Progressione

	target	1 anno	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	15 anni	20 anni
Prob non ottenere la protezione nominale	0,00%	32,58%	21,72%	15,64%	11,62%	7,67%	4,02%	2,18%
Prob non ottenere la protezione reale	1,50%	44,93%	41,27%	38,78%	36,80%	34,35%	31,08%	28,44%
Prob non ottenere il risultato del TFR	2,63%	54,60%	57,93%	60,19%	62,01%	64,26%	67,28%	69,73%

La tabella 7 fornisce, con riferimento al comparto **Espansione**, i valori delle grandezze risultanti dai calcoli effettuati.

Tabella 7: Risultati dell'analisi di scenario per il comparto Espansione

Rendimento atteso	4,42%
Volatilità attesa portafoglio	10,99%

Applicando a tali valori l'analisi di *shortfall* si perviene alla stima delle probabilità di non raggiungere gli obiettivi generali descritti in precedenza su orizzonti temporali diversificati (vedi Tabella 8).

Tabella 8: Analisi di shortfall per il comparto Espansione

	target	1 anno	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	15 anni	20 anni
Prob non ottenere la protezione nominale	0,00%	34,38%	24,30%	18,42%	14,36%	10,17%	5,97%	3,60%
Prob non ottenere la protezione reale	1,50%	39,52%	32,27%	27,62%	24,10%	20,04%	15,17%	11,74%
Prob non ottenere il risultato del TFR	2,63%	43,51%	38,86%	35,75%	33,28%	30,28%	26,35%	23,26%

L'analisi evidenzia come, nel complesso, i comparti attuati da Fondo Sanità risultino adeguati a consentire il conseguimento di differenti obiettivi associando agli stessi livelli di rischio adeguati alla finalità previdenziale alla base della gestione del Fondo e, al contempo, alle diverse propensioni al rischio espresse dai singoli aderenti.

2. Criteri di attuazione della politica di investimento

L'articolo 4, comma 1 della Delibera, richiede che Fondo Sanità espliciti per ciascun comparto:

1. la ripartizione strategica delle attività
2. gli strumenti finanziari nei quali si intende investire e i rischi connessi
3. la modalità di gestione diretta o indiretta che si intende adottare e lo stile
4. le caratteristiche dei mandati
5. i criteri per l'esercizio dei diritti di voto spettanti al fondo.

Nelle sezioni seguenti si riportano le informazioni richieste per ciascuno dei cinque punti richiamati dalla Delibera.

2.1 La ripartizione strategica delle attività (art. 4, comma 1, lettera a)

La Delibera richiede di indicare per ciascun comparto la percentuale del patrimonio da investire nelle varie classi di strumenti (specificando le aree geografiche, i settori di attività, le valute di riferimento, nonché i margini entro i quali contenerne gli eventuali scostamenti).

Come già indicato nella sezione 1, i comparti vengono gestiti in una logica *active by benchmark*. Il Fondo richiede ai propri Gestori di identificare un parametro di riferimento con cui confrontare la propria performance e richiede di porre in essere strategie di asset allocation *tattica* che, nel rispetto dell'allocazione strategica per asset class come di seguito esplicitata, consentano di approfittare di particolari condizioni di mercato. Ciò sia nei casi di trend di mercato favorevoli sia nei casi di performance di mercato negativa.

Come si osserverà, i *benchmark* prescelti rispecchiano gli obiettivi della gestione finanziaria per comparto illustrati nella sezione 1.

Una gestione *active by benchmark* consente ai gestori una certa libertà nell'impostazione delle scelte tattiche di allocazione degli asset in portafoglio (sovra/sottopeso rispetto al benchmark). Tuttavia, Fondo Sanità ritiene che tale libertà debba essere limitata nel caso del comparto Scudo, in cui – stante l'obiettivo di conseguire condizioni di basso rischio/basso rendimento – il risultato finale dipende prevalentemente dalla capacità di replicare il benchmark. Per contro, le abilità del gestore nel contribuire alla performance complessiva devono essere valorizzate nei comparti Progressione ed Espansione consentendo al gestore di disporre di gradi maggiori di libertà in termini di Tracking Error Volatility (TEV). Come si osserverà nelle sezioni seguenti, i livelli di TEV annualizzata sono crescenti passando dal comparto Scudo al comparto Espansione.

Anche in termini di asset allocation geografica, i principi generali di investimento consentono una maggiore diversificazione geografica per gli investimenti in titoli di capitale al fine di beneficiare – nel rispetto dell’asset allocation strategica – di opportunità tattiche di investimento su specifici mercati al di fuori dell’Italia e dell’area Euro. Di qui, la scelta degli opportuni benchmark indicati di seguito.

Ai Gestori è consentito di realizzare investimenti direttamente in *securities* o in OICR. A tale riguardo e in ottemperanza alla richiesta dell’articolo 5, punto 4. Lettera a) del Decreto MEF 166/2014, si specifica che l’utilizzo degli OICR in luogo degli investimenti diretti si giustifica con la necessità di migliorare la diversificazione del portafoglio sia per tipologia di strumenti finanziari sia di mercati geografici. Tale scelta si rende necessaria considerando anche le dimensioni dei comparti che talvolta non permettono di raggiungere una perfetta diversificazione e condizioni di efficacia ed efficienza/economicità se non attraverso l’utilizzo di *basket* di *securities* sottostanti agli OICR.

Va inoltre precisato che Fondo Sanità, nel caso di utilizzo di OICR, provvede a un attento monitoraggio della composizione, e quindi del livello di rischiosità dello strumento, secondo una logica *look through* in linea con quanto richiesto dall’art.5, punto 4, lettera d) del Decreto MEF 166/2014. Più precisamente, il monitoraggio prevede due passaggi procedurali:

1. in caso di investimento in OICR da parte di uno dei gestori di Fondo Sanità, la Banca depositaria esprime un giudizio di adeguatezza delle asset class incluse nel proposto OICR rispetto alle tipologie di asset class investibili previste a norma di convenzione per la politica di investimento di un dato comparto di Fondo Sanità.
2. a fronte di tale giudizio, i gestori provvedono ad inviare i flussi informativi al controllo di gestione del Fondo facendo uso dei tracciati concordati con il Fondo stesso.

Prima di procedere all’illustrazione dei singoli comparti, si fa presente che Fondo Sanità, nella scelta degli investimenti, non è dotato di principi di *asset selection* improntati ad aspetti etici, sociali, ambientali e di governo societario (ESG-environmental, social and governance) (art. 3, punto 6, Decreto MEF 166/2014). Tuttavia, riconoscendo l’importanza di tali aspetti, a far tempo dal 15 marzo 2021 Fondo Sanità ha definito all’interno delle Convenzioni con i gestori delle risorse finanziarie un impegno a carico di questi ultimi a considerare le tematiche sostenibili nell’ambito del processo di selezione del proprio universo di investimento.

Per maggiori informazioni sul tema della politica d’impegno si rinvia al documento “Politiche sull’integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti” pubblicato sul sito internet del Fondo.

2.1.1. Asset allocation strategica del comparto Scudo

Nell'attuazione della politica di investimento prevista per il comparto Scudo, il gestore dovrà realizzare, nell'interesse degli aderenti al Fondo, una struttura di portafoglio in cui i titoli indicati nella sezione 1.1.1. siano presenti per un valore non inferiore al 80% del portafoglio medesimo. Fermo il vincolo predetto, rimane la facoltà di detenere la restante parte delle attività in liquidità e parti di OICR relative a titoli di debito.¹

Il Gestore ha la possibilità di mantenere investimenti in liquidità² fino a un massimo del 20% del valore del portafoglio in gestione con l'obiettivo di contenere eventuali effetti depressivi sul valore del portafoglio stesso. In particolari situazioni di mercato, e sulla base di preventiva e documentata informativa al Consiglio di Amministrazione del Fondo circa l'opportunità di superare il limite del 20%, il Gestore può incrementare senza limite la quota di risorse destinata a investimenti in liquidità. L'informativa fornita al Fondo in queste circostanze non ordinarie deve in ogni caso indicare l'orizzonte temporale stimato della deroga rispetto al limite predetto.

Il benchmark prescelto dal fondo per questa linea è: 50% titoli governativi euro 1-3 anni (codice Bloomberg EG01 BofA Merrill Lynch 1-3 Year Euro Government Index); 20% titoli governativi euro 3-5 anni (codice Bloomberg EG02 BofA Merrill Lynch 3-5 Year Euro Government Index); 30% obbligazioni corporate euro 1-5 anni (codice Bloomberg ER0V BofA Merrill Lynch 1-5 Year Euro Corporate Index). La composizione del portafoglio è orientata in modo prevalente a titoli obbligazionari governativi di categoria *investment grade*, riferiti a area geografica Europe, denominati in euro. Sono consentite ai gestori manovre tattiche di sovra/sottopeso dei diversi componenti del portafoglio rispetto a benchmark come sopra specificato.

La TEV massima consentita (TEV annualizzata) è pari al 2%.

2.1.2. Asset allocation strategica del comparto Progressione

¹ Come meglio precisato nella sezione 2.2, Fondo Sanità, per il tramite dei propri Gestori, adotta procedure rigorose di monitoraggio del rischio di credito dell'emittente (governativo o corporate). Le convenzioni gestorie del comparto Scudo sono improntate ad un investimento pressoché esclusivo in titoli *investment grade*. E' ammesso un investimento residuale in titoli *high yield* solo se le procedure interne di valutazione del rischio di controparte del Gestore indicano nel complesso una sostanziale solidità dell'emittente. Tale giudizio deve peraltro essere condiviso con il Cda del Fondo.

² Il concetto di liquidità, per tutti i comparti del Fondo, è da intendersi a norma del Decreto MEF 166/2014, Art. 1, punto l): «liquidità»: gli strumenti del mercato monetario di cui all'articolo 1, comma 1-ter del TUF, con vita residua non superiore a sei mesi, aventi requisiti di trasferibilità ed esatta valutabilità, ivi compresi i depositi bancari a breve.



Nell'attuazione della politica di investimento prevista per il comparto Progressione, il gestore tenderà a realizzare, nell'interesse degli aderenti al Fondo, una struttura di portafoglio in cui i titoli di capitale siano presenti per un valore non superiore al 55% del portafoglio medesimo.

Il Gestore ha la possibilità di mantenere investimenti in liquidità fino a un massimo del 20% del valore del portafoglio in gestione con l'obiettivo di contenere eventuali effetti depressivi sul valore del portafoglio stesso. In particolari situazioni di mercato, e sulla base di preventiva e documentata informativa al Consiglio di Amministrazione del Fondo circa l'opportunità di superare il limite del 20%, il Gestore può incrementare senza limite la quota di risorse destinata a investimenti in liquidità. L'informativa fornita al Fondo in queste circostanze non ordinarie deve in ogni caso indicare l'orizzonte temporale stimato della deroga rispetto al limite predetto.

Il benchmark prescelto dal fondo per questa linea è composto per il 70% dal Merrill Lynch Emu Direct Governments 1-3 years (ticker Bloomberg EG01) e per il 30% dal Msci Daily Total return Net World USD convertito in euro (ticker Bloomberg NDDUWI). Per quanto riguarda la componente obbligazionaria, essendo uno dei benchmark il medesimo del comparto Scudo, valgono le considerazioni incluse nella sezione 2.1.1. Per quanto attiene agli strumenti di capitale di rischio, il benchmark prescelto consente ai gestori di operare su uno spettro geografico e settoriale molto ampio. Peraltro, la modalità di costruzione del benchmark orienta tipicamente la gestione a investimenti delle aree geografiche North America, Europe e Asia (segnatamente Japan).

La TEV massima consentita (TEV annualizzata) è pari al 5%.

2.1.3. Asset allocation strategica del comparto Espansione

Nell'attuazione della politica di investimento prevista per il comparto Espansione, il gestore tenderà a realizzare, nell'interesse degli aderenti al Fondo, una struttura di portafoglio in cui i titoli di capitale siano presenti per un valore non inferiore al 55% del portafoglio medesimo.

Il Gestore ha la possibilità di mantenere investimenti in liquidità fino a un massimo del 20% del valore del portafoglio in gestione con l'obiettivo di contenere eventuali effetti depressivi sul valore del portafoglio stesso. In particolari situazioni di mercato, e sulla base di preventiva e documentata informativa al Consiglio di Amministrazione del Fondo circa l'opportunità di superare il limite del 20%, il Gestore può incrementare senza limite la quota di risorse destinata a investimenti in liquidità. L'informativa fornita al Fondo in queste circostanze non ordinarie deve in ogni caso indicare l'orizzonte temporale stimato della deroga rispetto al limite predetto.

Il benchmark prescelto dal fondo per questa linea e' composto per il 25% dal Merrill Lynch Emu Direct Governments 1-3 years (ticker Bloomberg EG01) e per il 75% dal MSCI World hedge index euro – net return (ticker Bloomberg MXWOHEUR)³. Per quanto riguarda la componente obbligazionaria, essendo uno dei benchmark il medesimo del comparto Scudo, valgono le considerazioni incluse nella sezione 2.1.1. Per quanto attiene agli strumenti di capitale di rischio, valgono le stesse indicazioni fornite per i titoli di capitale nella sezione 2.1.2.

La TEV massima consentita (TEV annualizzata) è pari al 10%.

2.2 *Gli strumenti finanziari nei quali si intende investire e i rischi connessi (art.4, comma 1, lettera b)*

La Delibera richiede di esplicitare le valutazioni effettuate dal Fondo circa l'opportunità dell'impiego di strumenti cosiddetti alternativi, derivati e OICR e le analisi compiute per individuare i rapporti rischio-rendimento associati a tali investimenti (sia considerati isolatamente che in relazione all'interazione con le altre tipologie di strumenti finanziari presenti nel portafoglio). Si richiede inoltre di indicare le cautele adottate in caso di investimenti in strumenti cosiddetti alternativi, in derivati e in OICR non armonizzati.

Come premessa all'esplicitazione degli strumenti finanziari in cui il Fondo consente ai propri gestori di investire il patrimonio conferito, si fa presente che il Fondo non investe:

1. in *alternative investments*, ove in questa categoria vengono ricompresi fondi di private equity e venture capital, fondi chiusi immobiliari, REITS (real estate investment trusts);
2. in strumenti derivati. Al gestore è consentito l'utilizzo di prodotti derivati esclusivamente per finalità di riduzione del rischio di investimento in linea con quanto indicato all'art. 4, punto 4 del Decreto MEF 166/2014. L'utilizzo di derivati ai fini di pura copertura si giustifica alla luce delle proprie limitate dimensioni e a fronte della filosofia gestionale e degli obiettivi della gestione dettagliati nella precedente Sezione 1
3. in OICR non armonizzati.

³ L'assunzione del benchmark richiamato nella presente sezione a far tempo dal 1 agosto 2018, si giustifica con la necessità di allineare la politica assunta dal gestore in termini di copertura del rischio di cambio con le modalità di determinazione di un indice di riferimento che pure tenga conto di una copertura del cambio contro euro. La delibera del Cda di Fondo Sanità è stata peraltro preceduta da una attenta due diligence basata su un esercizio di *backtesting* condotto con l'ausilio della struttura di Financial Risk Management. I risultati hanno indicato che nei tre anni, anno precedente e anno in corso Fondo Sanità avrebbe registrato un *excess return* più contenuto e nessun effetto in termini di maggiori oneri commissionali riferibili al pagamento di commissioni di *overperformance* al Gestore.

I gestori hanno invece la possibilità di investire nei seguenti strumenti finanziari entro i limiti stabiliti dalle rispettive linee (sezioni da 2.1.1 a 2.1.3):

- Titoli di debito emessi da stati dell'U.E., Regno Unito, Stati aderenti all'OCSE, Stati Uniti, Canada, Giappone e organismi internazionali cui aderiscono almeno 1 (uno) degli stati appartenenti all'Unione Europea;
- Titoli di debito di governi e soggetti residenti nei paesi aderenti all'OCSE, con rating investment grade al momento dell'acquisto purché negoziati in mercati regolamentati dei paesi dell'U.E, del Regno Unito, degli USA, del Canada e del Giappone e fatte salve le precisazioni che seguono riguardo agli investimenti in obbligazioni *high yield* nell'ambito della franchigia definita dalle procedure interne adottate dal Fondo.
- Obbligazioni convertibili e/o obbligazioni cum-warrant emesse da soggetti residenti nei paesi aderenti all'OCSE purché negoziati in mercati regolamentati dei paesi dell'U.E, del Regno Unito⁴, degli USA, del Canada e del Giappone;
- Titoli di capitale quotati di soggetti residenti nei paesi aderenti all'OCSE
- Quote di OICR rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 85/611/CEE, ivi inclusi quelli istituiti da imprese del gruppo di appartenenza del GESTORE purché i programmi e i limiti di investimento di ogni OICR siano compatibili con quelli delle linee di investimento del FONDO che ne prevedono l'acquisizione. Sul Fondo Pensione non devono essere fatti gravare spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle parti di OICR acquisiti né le commissioni di gestione applicate dall'OICR stesso né altre forme di commissioni aggiuntive. Valgono al riguardo le indicazioni fornite nella Sezione 2.1 con riferimento alle ragioni dell'utilizzo degli OICR in luogo degli investimenti diretti in Securities e alle procedure di monitoraggio *look through* della composizione degli OICR inseriti nei portafogli dei comparti di Fondo Sanità.

Il gestore è tenuto a coprire il rischio di cambio nei confronti dell'Euro degli investimenti non azionari; la gestione del rischio cambio degli investimenti azionari è a discrezione del gestore nel rispetto del limite massimo di esposizione in valuta extra Euro del 30% così come fissata dal Decreto 166/2014.

⁴ Lo specifico riferimento al Regno Unito relativamente a Stato emittente, soggetto emittente residente e mercati regolamentati del Regno Unito è stato introdotto nei testi degli allegati delle convenzioni di gestione dei comparti Scudo (Gestore Eurizon Capital) e Progressione (Gestori Eurizon Capital e Credit Suisse) e fatto oggetto di approvazione da parte del Cda di Fondo Sanità in data 25 giugno 2019 al fine di cautela preventiva rispetto a una possibile uscita del Regno Unito dall'Unione Europea (c.d Brexit) nell'autunno del 2019.

Merita una precisazione la procedura in atto per il monitoraggio del merito creditizio degli emittenti (governativi e corporate) in essere nel Fondo per evitare un ricorso meccanicistico ai rating emessi dalle agenzie di rating come richiesto dalla Circolare Covip 5089 del 22 luglio 2013.

La procedura si basa su un sistema articolato di valutazioni che, fissando un livello di salvaguardia, comunque basato sui rating standard, consente ai gestori di sviluppare una quota della gestione con modalità “discrezionali” limitando tuttavia tale discrezionalità circa le scelte di gestione adottate.

Tale procedura prevede che gli investimenti *sub investment grade* (divenuti tali per effetto di *downgrade* successivi all’acquisto o acquisiti nel portafoglio già a tale livello) devono essere accompagnati da una relazione periodica con cadenza mensile a cura del gestore che attesti:

- il merito di credito assegnato all’emittente sulla base del proprio sistema di internal rating o delle valutazioni qualitative espresse dai propri organi interni e riscontrati dalle rispettive funzioni di risk management;
- le variazioni eventualmente riscontrate nel livello di rating/giudizio assegnato internamente rispetto al mese precedente;
- la quotazione del relativo CDS (se disponibile) e la variazione rispetto al mese precedente.

L’impostazione descritta prevede pertanto la fissazione di un livello massimo di franchigia espressa in termini di quota del patrimonio complessivo del mandato/comparto, individuando livelli differenziati fra i diversi comparti al fine di tenere conto della differente propensione al rischio di cui essi sono espressione.

La procedura è differenziata tra detenzione/acquisto di titoli governativi emessi dalla Repubblica Italiana e altri titoli.

Quanto ai titoli di stato italiani, tenuto conto della rilevante esposizione in essere in capo al Fondo, la procedura prevede che qualora si verifichi una situazione che comporti una riduzione del merito di credito standard al di sotto del livello *investment grade*, il Consiglio di Amministrazione del Fondo possa valutare l’avvio di una procedura di confronto fra il Fondo stesso ed i gestori che, escludendo automatismi, sottoponga la specifica situazione ad analisi più ampie che potranno indurre a mantenere le posizioni, porre limitazioni temporanee al turnover, ridurre le posizioni o, in estrema istanza, a chiudere ogni esposizione su questo specifico emittente.

Quanto invece ad altre tipologie di titoli obbligazionari (governativi, corporate e supranational), la procedura prevede una franchigia per i gestori pari una certa percentuale dell’esposizione⁵. In questo caso, fermi restando i limiti generali già stabiliti nella convenzione relativamente alle diverse asset class, il gestore potrà avvalersi di

⁵ A titolo esemplificativo e sulla base dei dati elaborati dal controllo di gestione alla data del 30 settembre 2014, avendo supposto la franchigia per il comparto Scudo fissata al 10% dell’esposizione totale dei titoli (governativi e corporate) rientranti nella classe di merito creditizio compresa tra Baa1 e Baa3 (Moody’s) o equivalente, si è determinato un “buffer” pari al 4,1% (arrotondato al 4%).

questa franchigia per l'acquisto o il mantenimento in portafoglio di titoli sub investment grade ripartendo il buffer assegnato in modo indifferenziato fra titoli governativi e corporate. In ogni caso, il livello minimo di rating non potrà mai risultare inferiore a BB- (S&P) e Ba3 (Moody's).

La tabella che segue indica i livelli di buffer proposti ai gestori.

	SCUDO	PROGRESSIONE	ESPANSIONE
Buffer	4%	6%	2%

2.3 La modalità di gestione diretta o indiretta che si intende adottare e lo stile (art. 4, comma 1, lettera c)

Tenuto conto della normativa vigente, Fondo Sanità delega la gestione dei propri comparti a Gestori professionali realizzando un completo modello di outsourcing.

Come già indicato in precedenza, Fondo Sanità ha scelto di operare – per il tramite dei propri gestori – attraverso uno stile di gestione “*active by benchmark*”. Ciò implica che i gestori sono vincolati, nelle loro scelte di allocazione di medio-lungo termine, dalla composizione del benchmark selezionato per ciascun comparto. Tuttavia, al fine di assicurare ai propri aderenti occasioni di *upside performance*, i gestori devono perseguire obiettivi di *overperformance* rispetto al benchmark. Tale *overperformance* si consegue attraverso scelte “tattiche” di sovra o sottopeso rispetto a una composizione neutrale del portafoglio.

La Delibera richiede di indicare il livello massimo o l'obiettivo di rotazione annua del patrimonio (turnover) e nel caso di adozione di strategie a benchmark, il livello massimo di variabilità annua delle differenze di rendimento tra il portafoglio gestito e quello benchmark (ad es. la TEV).

Per quanto attiene alle misure di turnover di portafoglio, si ritiene che l'esperienza storica possa essere considerata adeguata in quanto consente di realizzare una buona combinazione tra una non eccessiva rotazione del patrimonio dovuta al ribilanciamento delle attività gestite e la necessità di conseguire *overperformance*.

Tuttavia, tenuto conto che l'attività di negoziazione può costituire un elemento difensivo nelle fasi di particolare volatilità dei mercati, il Consiglio di Amministrazione del Fondo non ritiene attualmente opportuno fissare soglie quantitative. L'intero processo di negoziazione titoli è comunque integrato nelle procedure di controllo sistematico che consentono attraverso report trimestrali di analisi del processo di esecuzione dell'attività d'investimento di monitorarne l'andamento e di valutarne la congruità anche attraverso interlocuzioni mirate con i gestori.

Per quanto attiene invece ai valori di TEV differenziati per comparto, si rimanda alla sezione 2.1.

2.4 Le caratteristiche dei mandati (art. 4, comma 1, lettera d).

Si indicano di seguito le informazioni richieste dalla Delibera.

- 1. al numero minimo e massimo dei mandati in cui articolare la gestione:* come accennato, Fondo Sanità si articola su 3 comparti. Il comparto Scudo e Progressione prevedono due Gestori a ciascuno dei quali viene affidato ad inizio mandato il 50% delle risorse dei comparti stessi. Il Comparto Espansione è invece affidato a un solo gestore per il 100% delle risorse del comparto stesso. Uno stesso gestore può gestire anche più mandati visto che il processo di selezione effettuato ogni 5 anni prevede un processo completamente competitivo per ciascun comparto.⁶
- 2. a eventuali requisiti che i gestori devono avere in aggiunta a quelli stabiliti dalla legge:* durante i processi di selezione dei gestori ai fini dell'attribuzione dei mandati gestori, Fondo Sanità evita di legare la propria gestione a soggetti operanti con stili puramente "passivi". Le ragioni sono esplicitate nella precedente sezione 2.3.
- 3. alla durata, da definire tenuto conto dell'arco temporale del comparto di investimento e della necessità di consentire un'efficace valutazione dell'operato dei gestori:* i mandati di gestione hanno durata di 5 (cinque) anni.
- 4. alla natura e alla tipologia dei mandati che si intende affidare (specialistici/generalisti; attivi/passivi, mandati di gestione del rischio):* come già richiamato, i mandati vengono attribuiti per singolo comparto, con una logica di gestione *active by benchmark*.
- 5. alla struttura del regime commissionale (commissioni base e/o di incentivo):* in sede di rinnovo delle convenzioni di gestione, ai gestori viene richiesto di sottoporre proposte economiche articolate in una commissione fissa di gestione calcolata sul NAV e una commissione di overperformance. Tale commissione rappresenta la naturale conseguenza della volontà del Fondo di ricercare nei propri gestori la capacità di battere il benchmark selezionato attraverso scelte tattiche efficaci. Si fa notare che la commissione di overperformance viene riconosciuta ai gestori sulla differenza, solo se positiva ed al netto delle commissioni di gestione, tra il tasso di rendimento ottenuto dalla gestione nel corso dell'anno solare di riferimento ed il rendimento del parametro di riferimento benchmark.

⁶ Tale ripartizione delle risorse affidate ai Gestori è in essere a partire dalle Convenzioni di gestione deliberate dal Cda in data 24 novembre 2017.

2.5 I criteri per l'esercizio dei diritti di voto spettanti al Fondo (art. 4, comma 1, lettera e.)

Le convenzioni in essere tra Fondo Sanità e i Gestori prevedono che il Fondo possa concordare con il gestore che questi eserciti direttamente il diritto di voto sulla base di istruzioni vincolanti, rilasciate per iscritto e per singola assemblea.

In realtà, per quanto tale opzione sia sempre esercitabile, Fondo Sanità considera i propri investimenti in titoli azionari secondo una logica “passiva” e non da “*active shareholder*”. Per tale motivo, durante l’intera sua vita operativa, il Fondo non ha mai esercitato i diritti di voto ad esso spettanti.

Il Fondo si riserva di riesaminare l'intera materia in futuro in considerazione dell'evoluzione della discussione all'interno del settore valutando eventuali proposte avanzate dall'associazione di categoria.

Per maggiori informazioni in merito alle valutazioni condotte da Fondo Sanità relativamente al tema della politica d’impegno si rinvia al “Regolamento in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi della strategia di investimento azionario” pubblicato sul sito internet del Fondo.

Roma, 9 giugno 2022

Il Presidente
(Dott. Carlo Maria Teruzzi)



APPENDICE 1

Sistema di controllo e valutazione dei risultati – Tavola di sintesi

Per ciascun Comparto e gestore vengono effettuati, con cadenza settimanale, i controlli riportati nella seguente tabella:

	Comparto Scudo	Comparto Progressione	Comparto Espansione
TEV/SemiTEV: Soglia critica	2%	5%	10%
VAR al 95% (orizzonte temporale annuale) Soglia critica	1,50%	7%	18,50%
Volatilità Soglia critica	La soglia critica si intende superata in tutti i casi in cui la volatilità del portafoglio del gestore risulta superiore alla volatilità del benchmark		
Indice di Sharpe (modificato) Soglia critica	La soglia critica si intende superata in tutti i casi in cui l'indice di Sharpe del portafoglio del gestore risulta inferiore a quello del benchmark.		
Information ratio Soglia critica	0,50	0,50	0,50

APPENDICE 2

Modifiche apportate nell'ultimo triennio

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

DATA	DESCRIZIONE SINTETICA DELLE MODIFICHE APPORTATE
Giugno 2018	Modifica del benchmark del comparto Espansione (modifica del benchmark della componente azionaria)
Giugno 2019	Modifica testuale dei testi degli allegati alle Convenzioni di Gestione per il Comparto Scudo (Gestore Eurizon Capital) e Progressione (Gestori Eurizon Capital e Credit Suisse) giustificata dalla necessità di separare le diciture "Unione Europea" da "Regno Unito" in previsione di una possibile uscita di UK dall'UE nell'autunno 2019 (c.d. Brexit).
Maggio 2021	<p>Eliminazione sezioni:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 3. Compiti e responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento (informazioni ora riportate nel Documento sul Sistema di Governo); 2. 4. Il sistema di controllo della Gestione Finanziaria (informazioni ora riportate nel Documento Politiche di Governance) <p>Integrazione paragrafo 2.1 con rinvio al documento "Politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti" pubblicato sul sito di Fondo Sanità</p> <p>Integrazione paragrafo 2.5 con rinvio al "Regolamento in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi della strategia di investimento azionario" pubblicato sul sito di Fondo Sanità</p>