

La gestione finanziaria ed i relativi processi decisionali

EPAP – Ente di Previdenza e Assistenza Pluricategoriale

A cura dell'Ufficio Finanza

16 Settembre 2021

Il Presente documento si pone come obiettivo di rappresentare:

- Ø La normativa di settore e gli organi di vigilanza
- Ø Il ruolo di investitore istituzionale;
- Ø Ruoli, compiti, responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento
- Ø Limiti e regole di investimento;
- Ø Rendimento contabile degli investimenti

La normativa di settore e gli organi di vigilanza

Costituzione degli enti di previdenza privati

Al fine di garantire una più efficiente e razionale gestione della previdenza professionale, il legislatore con il D. lgs. N. 509/1994 ha previsto la trasformazione in associazioni o fondazioni dotate di personalità giuridica di enti pubblici di previdenza già esistenti il cui compito era l'erogazione delle prestazioni di base a favore di determinate categorie professionali.

Al fine di garantire la tutela previdenziale anche ai professionisti forniti di albi ma privi di un ente previdenziale di categoria, il legislatore con il D. lgs. N. 103/1996 ha assicurato la tutela previdenziale in favore dei soggetti che svolgono attività autonoma di libera professione il cui esercizio è subordinato all'iscrizione di appositi albi o elenchi.

L'art. 6 di tale decreto prevede che tali enti assumano la natura di fondazione di diritto privato.

Il sistema previdenziale italiano è strutturato su un modello in cui partecipano soggetti pubblici (INPS) e privati (fondi pensione e casse di previdenza).

Le forme pensionistiche complementari e le casse di previdenza svolgono funzioni essenziali: le une integrando, le altre sostituendo l'Assicurazione Generale Obbligatoria (AGO).

Il controllo dello Stato in tale ambito mira a garantire che i singoli soggetti e il sistema, nel suo complesso, operino in modo efficace ed efficiente nel primario interesse degli iscritti.

Vigilanza degli enti di previdenza privati

Le casse di previdenza private hanno finalità pubblica e consiste nell'erogazione della previdenza obbligatoria a favore di determinate categorie professionali.

Pertanto sono assoggettate alla vigilanza del :

- Ministero del lavoro e delle politiche sociali;
- Ministero dell'economia e delle finanze;
- Corte dei Conti

Sono inoltre assoggettate al controllo parlamentare esercitato attraverso la Commissione Bicamerale istituita ai sensi dell'art. 56, comma 1, Legge 88/1989.

Con d.l. 6.7.2011, n. 98, convertito con modificazioni dalla l. 15.7.2011, n. 111, è stato attribuito alla **Covip** il compito di vigilare sugli investimenti finanziari e sulla composizione del patrimonio delle casse professionali di previdenza. Il controlli sugli investimenti, come indicato all'art. 14, può essere esercitato anche mediante ispezioni presso gli enti di diritto privato, di cui al D.L. 1994 e D.L. 1996, e richiesta di produzione di atti e documenti ritenuti necessari.

Diversamente, nell'ambito della previdenza complementare, la COVIP costituisce ormai da molti anni l'Autorità unica di vigilanza.

Emanando Decreto

L'art. 14 comma 3 del citato d.l. delega il Ministero dell'Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministero del lavoro e delle politiche sociali e sentita la Covip ad emanare attraverso apposito decreto, le disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali, dei conflitti d'interessi e di banca depositaria.

L'iter di approvazione del decreto dal 2011 non si è tuttora concluso.

Sebbene la direttiva IORP sia destinata ai fondi pensione, questa è stata utilizzata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze per la stesura della bozza di Decreto Ministeriale in materia di investimenti delle Casse di Previdenza.

Gli investimenti immobiliari

Il Decreto ministeriale 10 novembre 2010 - Disciplina le operazioni di acquisto e vendita di immobili, nonché delle operazioni di utilizzo delle somme provenienti dall'alienazione degli immobili o delle quote di fondi immobiliari da parte degli enti previdenziali pubblici e privati.

Il principio è che le suddette operazioni sono subordinate alla verifica del rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica, pertanto soggette ad approvazione con apposito Decreto da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Gli enti devono quindi comunicare al Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro e Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato e al Ministero del lavoro e delle politiche sociali - Segretariato generale e Direzione generale per le politiche previdenziali entro il 30 novembre di ogni anno un piano triennale di investimento e disinvestimento ed entro il 30 giugno di ciascun anno, eventuali aggiornamenti del piano.

Tempistiche: il Decreto di approvazione/non approvazione viene emanato tipicamente tra i mesi di luglio e settembre.

MIFID II

Dal 03 gennaio 2018 è entrata in vigore la nuova direttiva 2014/65/EU (MIFID II) con lo scopo di rafforzare i presidi di tutela dell'investitore. A tal fine gli investitori sono stati classificati in tre categorie sulla base dell'esperienza, della conoscenza e della competenza in materia di investimenti.

Le tre categorie di investitori previsti dalla MIFID, cui spettano differenti gradi di tutela, sono:

1. Controparti qualificate
2. Clienti professionali (pubblici e privati)
3. Clienti al dettaglio

Controparti qualificate

Rappresentano quegli investitori che possiedono il più alto livello di esperienza, conoscenza e competenza in materia di investimenti e godono del livello minimo di protezione.

A titolo esemplificativo, sono classificate come controparti qualificate: **le imprese di investimento, gli enti creditizi, le imprese di assicurazioni, gli OICR e le loro società di gestione, i fondi pensione e le loro società di gestione, i governi nazionali** altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento della Consob, sentita la Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva MiFID.

Clienti professionali (pubblici e privati)

I clienti professionali sono clienti che possiedono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessarie per assumere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assumono.

I clienti professionali, a loro volta, si distinguono in:

- Clienti professionali di diritto pubblico,
- Clienti professionali di diritto privato.

I clienti professionali privati su richiesta sono soggetti, che pur non rientrando nella categoria dei clienti professionali di diritto, richiedono di essere considerati come tali. A tal fine è necessario che l'intermediario valuti la competenza, l'esperienza e la conoscenza del cliente. Nell'ambito di tale valutazione è necessario che vengano soddisfatti due dei seguenti requisiti:

- Avere effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;
- il valore del proprio portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante e gli strumenti finanziari, superiori a 500 mila euro ;
- il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

Clienti al dettaglio

I clienti al dettaglio (retail) sono tutti coloro che non sono clienti professionali, né controparti qualificate. Tale categoria gode del livello più elevato di tutela, sia in termini di valutazione di adeguatezza e sia in termini di correttezza e trasparenza per le regole di condotta.

Sono possibili dei passaggi di categoria che comportano sia un aumento del livello di tutela (downgrading) sia una riduzione del livello di tutela (upgrading).

Il ruolo di investitore istituzionale

Gli investitori istituzionali

Le Casse di previdenza rappresentano uno spaccato importante tra i maggiori investitori istituzionali del Paese:

- per le ingenti risorse liquide di cui dispongono
- e per gli obiettivi di investimento che tipicamente sono di medio-lungo periodo.

Nel panorama dei grandi investitori istituzionali troviamo anche:

- Fondi pensione
- Fondazioni bancarie
- Family Office

I vantaggi per gli investitori istituzionali

La citata normativa MIFID prevede per gli investitori professionali l'accesso a strumenti finanziari che per loro natura e caratteristiche non sono disponibili per la clientela retail.

Es: Fondi di Private Equity, Fondi immobiliari di tipo chiuso, Hedge Fund, etc

L'accesso a tali strumenti presuppone in ogni caso di disporre delle conoscenze ed esperienze adeguate alla complessità di tali investimenti oltre che delle strutture dedicate al loro monitoraggio e gestione. Tali tipologie di investimenti richiedono capitali elevati minimi di ingresso.

La classificazione di investitore istituzionale consente inoltre l'investimento caratterizzato da commissioni di gestione più economiche rispetto alle classi retail e prive di commissioni di sottoscrizione.

L'Ente quindi non si rivolge a soggetti intermediari e/o distributori, ma direttamente alle Società di Gestione.

Gli investitori istituzionali, al pari di un investitore retail, **devono** orientare le proprie scelte (politiche) di investimento in funzione di obiettivi prefissati.

Nel caso di un Ente di Previdenza obbligatoria la **corretta pianificazione** dei propri obiettivi in termini di rischio/rendimento assume una **importanza fondamentale** in funzione del dettato costituzionale laddove all'art. 38 prevede il «diritto che siano preveduti e assicurati mezzi adeguati alle loro esigenze di vita in caso di infortunio, malattia, invalidità e vecchiaia, disoccupazione involontaria. Ai compiti previsti in questo articolo provvedono organi e istituti predisposti o integrati dallo Stato».

A tal fine ci si dota di un documento di analisi ALM (Asset Liabilities Management) oltre che di un Documento sulla Politica di Investimento (DPI) in grado supportare l'Ente per una efficace ed efficiente gestione.

Il DPI

Il documento sulla politica d'investimento individua:

- a) gli obiettivi da realizzare nella gestione finanziaria;
- b) i criteri da seguire nella sua attuazione;
- c) i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo;
- d) il sistema di controllo e valutazione dei risultati conseguiti.

L'obiettivo finale della politica d'investimento 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 iscritti a un livello di rischio ritenuto accettabile.

Ad oggi L'EPAP ha definito una propria disciplina in materia di investimenti contenuta nel documento «Sistema decisionale e di controllo della gestione finanziaria» approvato con delibera del Consiglio di Amministrazione del 21 aprile 2015.

Il documento, in attuazione dell'atto di indirizzo per la politica finanziaria dell'EPAP deliberato dal Consiglio di Indirizzo Generale il 28/07/2011 e conformemente alle disposizioni COVIP in tema di attuazione della politica di investimento, definisce, da un punto di vista metodologico ed organizzativo i processi di gestione e di controllo del rischio d'investimento, compresa l'assegnazione di ruoli e responsabilità degli organi di governo e delle diverse funzioni/strutture aziendali coinvolte negli stessi e le modalità di selezione degli investimenti.

E' stato recentemente approvato dal CdA una proposta di Regolamento sugli investimenti, attualmente al vaglio del CiG.

Ruoli, compiti, responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento

Di seguito vengono riportati i soggetti che con diversi ruoli, definiti nell'ambito della **bozza** di Regolamento della gestione, intervengono nel processo di investimento:

1. Consiglio di Indirizzo Generale (CIG);
2. Consiglio Di Amministrazione (CdA);
3. Presidente;
4. Direttore;
5. Funzione Finanza;
6. Advisor;
7. Risk manager;
8. Soggetti esterni incaricati della gestione del patrimonio;
9. Banca Depositaria.

1. CIG (La cornice)

Come indicato all'art. n.7 dello Statuto dell'EPAP, il Consiglio di Indirizzo Generale definisce i criteri generali di investimento e di disinvestimento per le successive determinazioni del Consiglio di Amministrazione. Nello specifico il CIG definisce:

- in merito all'allocazione ottimale tra le diverse macro asset class la massima esposizione;
- verifica la coerenza tra i limiti stabiliti e la composizione complessiva del patrimonio;
- l'universo degli strumenti finanziari ammissibili;
- la massima concentrazione in strumenti emessi da uno stesso soggetto;
- eventuali indirizzi su investimenti di scopo ritenuti strategici per il perseguimento degli obiettivi dell'Ente, purché coerenti con l'AAS.

Il Consiglio di Indirizzo Generale può avvalersi di una Commissione Investimenti, composta da membri del CIG, al fine di istruire tematiche di tipo finanziario.

2. CdA (Il contenuto)

Come indicato all'art. n.9 dello Statuto dell'EPAP, il Consiglio di Amministrazione applica i criteri generali di investimento e di disinvestimento definiti dal Consiglio di Indirizzo Generale.

Più dettagliatamente il CdA:

- Sulla base delle risultanze dell'analisi di ALM definisce l'Asset Allocation Strategica (AAS) idonea a raggiungere gli obiettivi strategici;
- Approva il piano annuale degli investimenti (nell'ambito del Bilancio di Previsione);
- verifica costantemente la coerenza delle scelte di investimento con gli obiettivi strategici e gli indirizzi del Consiglio di Indirizzo Generale;
- Definisce ed attua, di volta in volta, l'allocazione tattica;
- Esamina i rapporti sulla gestione del patrimonio elaborati dall'Ufficio Finanza, dall'Advisor e dal Risk Manager;
- Individua i soggetti esterni coinvolti nel processo di investimento e valuta l'operato delle controparti selezionate ;
- delibera l'affidamento, la revoca o la modifica dei mandati di gestione, ovvero, in caso di investimenti diretti, lo strumento finanziario oggetto di investimento;
- delibera le azioni da intraprendere, al verificarsi di sforamenti dei limiti di ogni singolo mandato gestionale;
- assume le misure di aggiustamento e le strategie di mitigazione e trasferimento del rischio, anche attraverso attivazione di azioni correttive urgenti conseguenti a stati di crisi o alert.

3. Presidente (Le garanzie)

Come indicato all'art. 11 dello Statuto dell'Epap, al Presidente spetta la legale rappresentanza dell'Ente.

- Adotta, in caso di necessità, provvedimenti urgenti a salvaguardia dell'integrità del patrimonio dell'Ente, salvo ratifica del CdA nella prima seduta utile;
- è garante che il CdA sia periodicamente informato su:
 - ù la corretta implementazione e funzionamento del sistema di gestione degli investimenti e dei rischi ad esso associati;
 - ù il rispetto dei limiti di investimento definiti e l'esposizione ai relativi rischi;
 - ù l'andamento della gestione e delle performance degli investimenti;
- riferisce al CIG sull'andamento della gestione finanziaria.

4. Direttore (Conformità e comunicazione)

Il direttore:

- verifica la correttezza formale degli atti della gestione finanziaria rispetto alle normative vigenti e al Regolamento adottato dall'Ente;
- sovrintende alla trasmissione degli atti e dei dati attinenti alla gestione finanziaria tra i vari organi e ai soggetti coinvolti nel processo di investimento.

5. Funzione Finanza (La manodopera)

- Monitora l'andamento della gestione finanziaria e l'evoluzione dei mercati finanziari e predispone apposita reportistica da sottoporre periodicamente al Consiglio di Amministrazione;
- Collabora con l'Advisor nell'attività istruttoria per la selezione di gestori e strumenti finanziari e sottopone al CdA le analisi a supporto delle proposte d'investimento/disinvestimento;
- verifica costantemente, con la collaborazione dell'Advisor, la coerenza del portafoglio investito, valuta l'operato dei gestori con l'AAS e esterni incaricati della gestione;
- supporta il CdA nella definizione e attuazione dell'AAT;
- collabora con l'Advisor e con gli altri soggetti coinvolti nel processo di investimento al fine di fornire il supporto necessario circa gli aspetti inerenti alla strategia da attuare e i risultati degli investimenti;
- cura l'aggiornamento delle procedure interne sulla gestione finanziaria e sulle modalità di controllo;
- monitora e analizza i flussi di cassa attesi per la pianificazione degli investimenti dandone periodica comunicazione al CdA;
- predispone idonea informativa al CdA attraverso l'elaborazione e l'aggiornamento delle schede descrittive degli investimenti;
- Verifica i costi della gestione finanziaria;

6. Advisor (L'ingegnere e l'architetto)

- Fornisce una valutazione indipendente sull'andamento dei mercati finanziari;
- Effettua l'analisi di Asset Liability Management propedeutica alla definizione dell'AAS;
- Revisiona annualmente l'analisi di ALM;
- Supporta il CdA nella definizione del piano annuale degli investimenti e nell'eventuale revisione dello stesso;
- Verifica, unitamente alla Funzione Finanza, la coerenza delle scelte d'investimento rispetto all'AAS;
- Supporta il CdA, unitamente alla Funzione Finanza, nella definizione e attuazione dell'allocazione tattica;
- In collaborazione con la Funzione Finanza, svolge l'attività istruttoria per la selezione di gestori e strumenti finanziari;
- Effettua il calcolo delle performance del portafoglio e la comparazione con il benchmark di riferimento.

7. Risk manager (Prevenzione Diagnosi e Cura)

E' una funzione indipendente che riferisce direttamente in CdA cui fanno capo le attività finalizzate alla gestione sistematica dei rischi sia in termini assoluti che relativi.

Con riferimento ai controlli di primo livello, il risk manager coordina le attività svolte dalla Funzione Finanza con l'ausilio dell'Advisor.

Più dettagliatamente il risk manager:

- Individua i modelli e le metodologie per l'identificazione, la misurazione, la valutazione e il controllo di tutti i rischi e della loro evoluzione nel tempo;
- Redige periodici reporting atti a documentare l'attività svolta;
- Valida il sistema dei flussi informativi necessari ai fini del controllo delle esposizioni;
- Valuta i vari scenari di stress e del loro impatto sul portafoglio;
- Definisce le strategie per gestire e trattare i rischi emergenti e le possibili azioni di rientro;
- Fornisce un parere in merito ai limiti di investimento definiti dal CIG, alle operazioni di copertura, alle proposte di nuovi asset e all'adeguatezza delle ipotesi di AAS rispetto agli obiettivi di sostenibilità dell'Ente.

8. Soggetti esterni incaricati della gestione del patrimonio

L'Ente può conferire ad uno o più gestori una quota del proprio patrimonio sulla base di opportune convenzioni di gestione in cui vengono definiti :

- Gli strumenti finanziari ammissibili;
- Le operazioni effettuabili;
- Obiettivi e livelli di rischio.

Il gestore è, in ogni caso tenuto al rispetto dei limiti del proprio mandato, adottando le best practices, con particolare riferimento alla selezione delle controparti ed all'esecuzione degli ordini.

9. Banca Depositaria

- Gli investimenti dell'Ente sono detenuti presso una unica banca depositaria che attualmente è BNP Paribas Securities Services i cui compiti sono stabiliti dagli art. 48 e 49 del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF). Nello specifico:
 - Ha la custodia e amministrazione degli strumenti finanziari;
 - Agisce come sostituto d'imposta;
 - Controlla che l'attività svolta dai gestori sia conforme alla regolamentazione, ai vincoli e limiti di investimento cui i gestori devono attenersi;
 - Valorizza periodicamente le risorse depositate presso di essa;
 - Riceve e trasmette ordini di acquisto e vendita di titoli, quote di OICR o altri strumenti finanziari;
 - Effettua il rendiconto di tutte le operazioni eseguite dai gestori, fornendo anche i flussi informativi necessari ad alimentare il sistema contabile dell'Ente.

Limiti e regole di investimento

Il Consiglio di Indirizzo Generale delibera i criteri generali di investimento e disinvestimento che stabiliscono i limiti minimi e/o massimi di esposizione rispetto alle diverse asset class e gli strumenti finanziari consentiti.

Con delibera del 28 giugno 2017, il CIG ha armonizzato tutte le deliberazioni in materia assunte negli anni.

Con delibera del 3 giugno 2020 è stato modificato il limite di esposizione minima previsto per il sotto comparto monetario ridotto dal 5% al 3%

Limiti e regole di investimento

Comparto	Limiti per comparto	Sotto-comparto	Limiti per sotto-comparto	Investimenti consentiti (a titolo esemplificativo)	Limiti interni al sotto-comparto
Obbligazionario	60%-100%	Monetario	Min 3%	Liquidità, obbligazioni con vita residua inferiore a 6 mesi, pronti contro termine	
		Obbligazioni	40%-95%	Titoli obbligazionari governativi, corporate, indicizzati all'inflazione, convertibili	Sia per rating inferiore a BBB- o assente che per obbligazioni convertibili: max 13% (e max 8% del portafoglio complessivo); stanti i predetti limiti, rating investment grade (tra BBB- e AAA); minimo 74%
		Immobiliare diretto	Max 10%	-	-
		Fondi immobiliari	-	-	-
		Alternativo	-	Fondi tematici (energie alternative), private debt	-
Azionario	0-40%	Azioni	0-40%	-	-

Il rendimento contabile degli investimenti

Il rendimento contabile

I titoli e le partecipazioni devono essere classificati in bilancio in funzione della loro destinazione, e raggruppati per natura economica.

L'art. 2424 c.c. impone la separata indicazione degli investimenti patrimoniali funzionali alla gestione dell'impresa, quindi destinati a permanere in azienda, dalle altre attività finanziarie costituite da titoli liberamente negoziabili sul mercato:

- Immobilizzazioni finanziarie;
- Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni.

Ne consegue che tale classificazione è strettamente connessa con le decisioni degli amministratori. Alla categoria delle immobilizzazioni finanziarie appartengono i titoli destinati ad essere mantenuti nel patrimonio aziendale come investimento durevole, per decisione degli amministratori; mentre appartengono alla categoria delle attività finanziarie non immobilizzate i titoli che, sempre per scelta degli amministratori, sono destinati ad essere negoziati.

I titoli immobilizzati sono rilevati secondo il criterio del costo ammortizzato, secondo quanto previsto dal principio contabile OIC 20, in funzione dell'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attesi.

Gli investimenti mobiliari immobilizzati in valuta sono iscritti al tasso di cambio del giorno del loro acquisto o, in caso di copertura del rischio da tassi di cambio attraverso strumenti finanziari derivati, al loro "fair value", coerentemente con quanto previsto rispettivamente dagli OIC n. 26 e n. 32.

La perdita durevole di valore di un titolo immobilizzato si contabilizza eventualmente alla chiusura dell'esercizio per ragioni legate alla capacità di rimborso dell'emittente, qualora si ritenga con ragionevolezza e fondatezza di non poter più incassare integralmente i flussi di cassa – in linea capitale o interessi – previsti dal contratto.

I titoli non immobilizzati sono valutati al minor valore fra il costo d'acquisto e il valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato.

Le svalutazioni rilevate transitano in conto economico e vengono iscritte nel Fondo svalutazione titoli acceso a rettifica del valore nello stato patrimoniale.

Annualmente si procede al ripristino di valore in conto economico e conseguente riduzione del fondo di svalutazione, qualora vengano meno i presupposti dell'accantonamento.

Le attività finanziarie iscritte nell'attivo circolante e i conti di liquidità espressi in valute diverse dall'Euro, sono iscritti al tasso di cambio ufficiale alla data di chiusura dell'esercizio.

Gli interessi maturati dai titoli e i dividendi distribuiti da fondi e azioni sono rilevati secondo il principio della competenza economica.

In caso di vendita di strumenti finanziari si rileva la differenza positiva (provento) o negativa (perdita) fra il costo di acquisto e l'effettivo valore di realizzo.

Il rendimento a valori contabili è calcolato in percentuale rispetto alla media aritmetica della consistenza del portafoglio immobiliare ad inizio esercizio e a chiusura.

Il rendimento a valori di mercato

Il rendimento finanziario è calcolato con il metodo del Time Weighted Rate of Return (TWRR).

Questa metodologia di calcolo, neutralizzando l'effetto dei flussi intermedi (conferimenti e riscatti), consente di valutare la performance del gestore rispetto ad un parametro oggettivo di riferimento, il benchmark, il cui andamento non è influenzato, per definizione, dalle decisioni di investimento del gestore/investitore.

Il TWRR consente di confrontare l'andamento del portafoglio con la sua asset allocation. Da questo confronto è possibile capire se un risultato negativo/positivo è dovuto all'andamento dei mercati o alle scelte del gestore (stock picking).

Gli scostamenti tra il rendimento contabile ed il rendimento finanziario del portafoglio possono essere significativi in considerazione delle differenti modalità di calcolo (fattori rilevanti: plusvalenze implicite, coperture, movimentazione del portafoglio)