

GLI INVESTIMENTI DELL'ENPAM: PERCHE' I MEDICI POSSONO DORMIRE SERENI

(Prof. Maurizio Dallochio)

Come tutti voi ho letto anch'io in questi giorni qualche articolo che parla degli investimenti delle casse previdenziali e dell'ENPAM, nei fatti la più grande cassa di previdenza dei professionisti italiani. Quindi particolarmente interessante ai fini giornalistici, anche perché il suo destino interessa direttamente a 400 mila qualificati individui (i medici e gli odontoiatri) e alle famiglie di questi ultimi: in tutto diciamo 1,5 milioni di persone e dunque di lettori....

Vado al dunque con un'affermazione di base, due premesse e alcune considerazioni che voglio esporre con una visione franca e schietta.

L'affermazione di base: più volte e nelle sedi più disparate a partire dai Consigli Nazionali, il Presidente Parodi ha ribadito che il portafoglio degli investimenti dell'Ente è "prudente". Questo significa che non vi sono prospettive di reddito straordinarie in periodi di crescita dei mercati, ma che in fasi recessive il portafoglio "tiene", ovvero non corre il rischio di gravi perdite durature di valore. Questo è tuttora assolutamente vero. Il portafoglio complessivo ENPAM è solido, prudente, e per quanto possibile in funzione delle previsioni migliori oggi disponibili in campo demografico, attuariale e economico-finanziario, non pone a rischio le pensioni dei medici né fra 10 anni né fra 20 o più.

Le due premesse si integrano. La prima è il motto che ha ispirato il comportamento degli Organi dell'Ente negli ultimi lustri: "Prudenza e Trasparenza". In ossequio a quest'ultimo importante valore, la trasparenza appunto, sapete da dove provengono le informazioni utilizzate dalla stampa per scrivere quanto qualcuno di voi ha letto? Dall'ENPAM e dai suoi esponenti, sempre aperti a fornire informazioni sulle politiche e sulle strategie di un organismo così importante per il sistema italiano. Qui scatta la seconda premessa: nel giornalismo tutti sanno che una buona notizia è una non notizia. Conseguentemente se ci sono dieci note positive e una incerta, che si riferiscono a un soggetto noto, meglio indugiare su quest'ultima che sulle dieci precedenti.

Ecco dunque **le considerazioni** in rapida successione:

- a) riprendiamo il discorso delle buone notizie. Qualcuno ha forse rimarcato che l'ENPAM non ha mai investito in Parmalat, Cirio, Enron, bond argentini o altri titoli del nostro mercato (tutti ricordano la new economy e casi come Finmatica) che hanno integralmente e irrimediabilmente perduto il loro valore dopo aver fatto scintille per qualche periodo? Bene, questi sono fatti e non semplici supposizioni.
- b) I patrimoni delle Casse e le loro gestioni sono sottoposti a controlli continui e severi. Nel caso dell'ENPAM l'elenco è particolarmente lungo: vi è anzitutto il Consiglio di Amministrazione, che dà gli indirizzi e vigila sull'operato della Struttura. Gli atti dell'uno e dell'altra sono sottoposti al vaglio del Collegio Sindacale, e alla supervisione del Comitato Audit. Vi è poi la società di revisione che con rigore si esprime sulla veridicità e correttezza del bilancio, ovvero dell'insieme dei prospetti di sintesi che riportano, fra l'altro, i valori di tutti gli investimenti realizzati. Esiste anche un consulente esterno chiamato specificamente a controllare le performance degli investimenti mobiliari. A ciò si

aggiungano i controlli posti in essere dalla Commissione Parlamentare di Vigilanza, dalla Corte dei Conti e da ricercatori e studiosi spesso interessati al mondo della previdenza e ai suoi investimenti. Non da ultimo, ENPAM ha affidato a una società esterna nel corso del 2007, uno studio per adottare un processo di decisione in merito all'allocazione delle risorse che fosse coerente con le migliori prassi del mondo bancario, assicurativo e finanziario.

- c) Nel portafoglio dell'Ente sono presenti in modo significativo titoli "a capitale garantito". Si tratta di prodotti finanziari articolati, i cui rendimenti sono legati a variabili, le più disparate: dall'andamento delle materie prime, a quello delle valute; dal trend degli indici di borsa a quello dei tassi di interesse o dell'inflazione o di certe economie internazionali, giusto per citarne alcune. In momenti di grande incertezza, o di gravi difficoltà dei mercati, quali quelli attuali, anche questi prodotti subiscono fluttuazioni di valore, e in certi casi anche significative perdite, così come accade alle azioni, alle obbligazioni o qualsiasi altro prodotto finanziario. Tuttavia, rispetto ad altri titoli hanno una caratteristica molto importante: se l'emittente o chi ne garantisce la "sorte" non fallisce, alla scadenza *garantiscono* il rimborso del valore. Ora, se un Ente ha in portafoglio titoli azionari, e il valore dei medesimi in un certo periodo si è ridotto, diciamo del 40% (se prendete un quotidiano finanziario della settimana che si è chiusa lo scorso 5 settembre e provate a leggere le variazioni delle quotazioni da inizio anno dei titoli negoziati in Italia ne troverete un elenco impressionante), non vi è nessuna garanzia che quei titoli riprendano il loro valore iniziale. Intendiamoci, se si tratta di titoli "di qualità", la probabilità che vi sia una ripresa generale di mercato, in grado di più che ricompensare la perdita, è elevata. Ma non vi sono certezze né sui tempi, né sui valori. Un titolo a capitale garantito del valore nominale di 100 euro, con scadenza al 31 dicembre 2010, potrà valere oggi 50, 80 o 150 euro. Una cosa però è certa: alla scadenza o vi sarà stato un fallimento (default come si dice in gergo tecnico) o il titolo verrà rimborsato al valore nominale, 100 euro appunto. ENPAM va alla ricerca di interlocutori primari, in genere con affidabilità pari almeno allo stato italiano, le cui probabilità di default sono davvero limitate. Intendiamoci, in un portafoglio di centinaia di titoli e interlocutori è possibile che si abbiano eventi indesiderati, ma la diversificazione dei citati titoli e interlocutori bancari e finanziari è consistente garanzia di stabilità di lungo periodo. Ecco perché all'Ente interessa la solidità dei titoli nel lungo periodo, piuttosto che il loro valore odierno, rispetto al 31 dicembre dello scorso anno o di due anni orsono.
- d) Un argomento che fa sorridere oltretutto, è che la variabilità del valore dei titoli a capitale garantito (la "volatilità" come si dice in gergo) è spesso più contenuta di quella di altri titoli, azionari in testa. Dunque anche su base periodale breve, vi è meno "rischio" assunto. Ecco perché non ha fondamento allarmarsi per l'andamento di un singolo titolo in portafoglio, senza guardare l'andamento di altri titoli, simili e difforni.
- e) Una riflessione sui temi legati alla contabilità. Se un Ente acquista un titolo di qualsiasi natura e lo iscrive fra i suoi investimenti come "immobilizzato", ovvero non destinato alla rapida vendita, ma alla permanenza in portafoglio per un periodo prolungato (supponiamo fino alla scadenza, posto che ve ne sia una), la contabilità (codice civile e principi contabili) prevede che il suo valore di iscrizione (semplificando, quello di acquisto) possa essere ridotto in presenza di una "perdita duratura di valore". Numerose istituzioni, e con ogni probabilità anche Casse previdenziali, potrebbero oggi ritenere che non vi sia una perdita duratura di valore nel titolo Unicredit che ha perduto il 35% dall'inizio dell'anno in corso o nel titolo Intesa SanPaolo che ha perduto il 30%. Conseguentemente non registreranno una perdita nel proprio conto economico. Ciò è perfettamente

lecito e forse anche logico: in un mercato meno dissestato di quello attuale si tratta di titoli destinati a riprendere valore. Tuttavia se con serenità e indipendenza leggessi il bilancio di un Ente che ha in portafoglio titoli azionari quali quelli citati, iscritti a valori del primo gennaio dell'anno in corso, e dell'ENPAM che ha – intendiamoci, fra numerosissimi altri investimenti – uno a capitale garantito che oggi vale il 30-35% in meno di quando fu sottoscritto, ma a scadenza verrà comunque rimborsato al valore di bilancio, riterrei più sicure le pensioni dei medici, che quelle dei professionisti iscritti all'altro Ente...

- f) Un'ultima considerazione, forse provocatoria, certo stimolante. ENPAM è investitore estremamente prudente, che non ha mai assunto comportamenti altamente speculativi. Anche la sua presenza in comparti considerati intrinsecamente rischiosi, quali quelli del private equity o degli hedge fund è dimensionalmente contenuta e risponde a una logica di semplice diversificazione di portafoglio. E d'altra parte i gestori esterni del suo patrimonio (primarie banche costantemente monitorate) ricevono linee guida molto rigide in merito alle possibilità di investimento in azioni, obbligazioni e titoli di qualsiasi natura. Sorge un dubbio: non è che vi sia chi, nel mondo della politica, della finanza dell'industria o più semplicemente della Società in senso ampio voglia dare messaggio esplicito a chi gestisce i denari dei Medici e degli Odontoiatri? Il messaggio, tradotto in modo molto semplice potrebbe essere: *"Caro ENPAM, per dimensioni e prestigio sei un grande operatore istituzionale, un'entità che conta nel nostro Paese e fuori. Con la tua politica altamente prudente, e incline a guardare solo alle pensioni e al lungo periodo, hai investito prevalentemente in immobili e in titoli finanziari conservativi. Non sei entrata a sostenere l'industria italiana attraverso gli investimenti diretti in Borsa; non hai partecipato alle privatizzazioni delle grandi imprese; non hai aiutato i progetti infrastrutturali; non hai messo le tue risorse per salvataggi, rilanci, riorganizzazioni.... Ora devi aprirti a queste iniziative"*. Ripeto, è una provocazione, ma forse è arrivato il momento di aprire un dibattito su questi temi, posto che vengano modificati o rimossi i vincoli di natura normativa che rendono difficile, se non impossibile, muoversi nella direzione indicata.

Roma, 09/09/2008

ULTIM'ORA

Il recente fallimento della grande banca americana Lehman Brothers, nel lasciare tracce molto profonde nei patrimoni di molti investitori, non spaventa invece la nostra Fondazione che già lo scorso anno ha riorganizzato un portafoglio titoli della banca in questione, liberandosi del rischio relativo.

Roma, 16/9/2008