

AREA DI CORE BUSINESS
PATRIMONIO

Preconsuntivo 2015-

Il 2015 è stato contrassegnato da una forte volatilità dei mercati, emersa dopo un primo trimestre estremamente positivo- anche grazie all'inizio del Quantitative Easing promosso dalla BCE - a cui è seguito un periodo di correzione discontinua, acuitasi a fine giugno con la crisi greca, e riemersa alla fine d'agosto con un'inattesa riduzione nei parametri di crescita prevista per la Cina, che hanno in pratica cancellato i rendimenti conseguiti dall'inizio dell'anno e lasciato il mercato in sofferenza.

Gli scostamenti dell'assestamento di bilancio 2015 rispetto alla previsione iniziale, sono tuttavia positivi: al 31 Agosto il comparto finanziario presenta un marginale segno positivo da inizio anno ed il comparto immobiliare, in base ai dati dei rendiconti al 30 Giugno, risulta egualmente positivo, pur se in maniera inferiore rispetto all'anno precedente. L'elevata giacenza media di Tesoreria per la maggior parte dei mesi, data la concentrazione dei nuovi investimenti nella parte finale dell'anno, ha calmierato l'andamento negativo dei mercati, riflettendo l'atteggiamento prudente della Fondazione nella gestione (la liquidità è risultata il 'best performer' rispetto ad altre categorie di investimento finanziario).

Tra i principali scostamenti ricordiamo:

Per il settore mobiliare, gli scostamenti in aumento sia dei ricavi che dei costi derivano da maggiori proventi da negoziazione titoli, sia dei gestori in delega di gestione che dalla gestione diretta conseguentemente alla vendita di alcuni titoli strutturati. In particolare, la vendita dei titoli strutturati ha generato utile da negoziazione per circa 70 milioni di Euro, che a sua volta sono stati tassati per circa 5 milioni di Euro grazie al riallineamento fiscale eseguito nel 2013, altrimenti si sarebbe dovuta sopportare una tassazione superiore per circa 35 milioni. La vendita di alcuni CDO ha fatto anticipare anche il pagamento delle commissioni di performance al gestore sottostante per circa 7 milioni.

Le minusvalenze contabili da valutazione rilevate al 31 Agosto, pari a circa 40 milioni, hanno un impatto comunque limitato sul portafoglio, che abbiamo detto risulta essere superiore rispetto ai valori di inizio anno, dove le plusvalenze latenti – non evidenziate a Bilancio – risultavano comunque pari a circa € 700 milioni.

Per l'immobiliare, il piano di investimenti 2015, con nuovi impegni previsti per € 400 milioni, a fronte di vendite sul residenziale romano previste per € 150 milioni, è stato implementato solo parzialmente: entro la fine dell'anno, a fronte di vendite effettive previste per € 136 milioni (di cui € 99 milioni a consuntivo al 31 Agosto), la Fondazione sottoscriverà nuovi impegni netti all'acquisto di fondi immobiliari per circa € 185 Milioni, di cui si ritiene che solo il 75% sarà oggetto di richiamo per cassa entro la fine dell'anno, mentre il residuo andrà ad aumentare l'importo inizialmente previsto per il 2016 e 2017.

Tra i motivi di rallentamento del piano di investimenti va menzionata l'operazione di apporto dei cespiti alberghieri oggetto del rapporto di gestione con ATAhoteles (Gruppo Unipol), i cui contratti sono in scadenza per il 31 dicembre p.v..L' apporto sarà realizzato entro la fine dell'anno, includendo nel perimetro anche l'Hotel Una Tocq di Milano.

L'apporto consentirà di sottoscrivere nuove quote di fondi immobiliari, per un importo deliberato non inferiore a 245,8 milioni - in dipendenza delle valutazioni che a detto portafoglio verranno attribuite - che non rappresenteranno 'nuovi' investimenti, ma semplicemente un aumento del portafoglio in delega a fronte di una parallela riduzione nella componente a gestione diretta. Il rallentamento degli investimenti immobiliari nel 2015 ha comunque proseguito un percorso mirante alla riduzione del peso del comparto, che già a fine 2014 si attestava sotto l'obiettivo fissato dallo schema di AA del 2012 di 35%, a 34,5%. Al 31 Agosto il peso si attesta a 33,4%, ed è previsto un consolidamento a fine anno di circa 34% a fronte dei nuovi investimenti previsti.

Il finanziamento dei nuovi investimenti previsti viene effettuato sia tramite le disponibilità di cassa generatesi nel corso dell'anno, sia dal saldo previdenziale che dalla naturale scadenza di titoli obbligazionari diretti.

Nel corso del 2015 è stato completato il Manuale delle Procedure con l'approvazione della nuova procedura per la selezione dei gestori finanziari che ha regolato i nuovi investimenti sui gestori attivi previsti entro la chiusura dell'esercizio.

Si è inoltre conclusa la procedura di gara per la nomina dell'Investment Advisor, con l'aggiudicazione definitiva al concorrente Tower Watson Ltd. la cui formalizzazione contrattuale verrà effettuata entro l'anno.

Previsione per il 2016

L'esercizio di previsione della gestione finanziaria 2016 si basa prevalentemente sui flussi derivanti da cedole e dividendi – simulati pari al tasso di rendimento minimo previsto dal Bilancio tecnico al 2% - e non anche delle plusvalenze e delle minusvalenze, sia realizzate che da valutazione, differenze attive/passive cambi e tutto ciò che potrebbe derivare dalle fluttuazioni non prevedibili dei prezzi del mercato finanziario nel breve periodo.

In base alla valorizzazione di mercato al 31 Agosto 2015 (eccetto il portafoglio illiquido, cioè titoli strutturati, Private Equity, Polizze, per cui alcuni gli ultimi valori di mercato disponibili sono al 30 Marzo o al 30 Giugno, ed i fondi immobiliari per cui i valori di NAV sono quelli dei rendiconti al 30 Giugno, con l'eccezione di un fondo rilevato al 31 Luglio) il Portafoglio di Investimento è come evidenziato nella tabella che segue.

Settore di Portafoglio	Delega	Diretto	Titoli Strutturati	Altro	Totale
Controvalore al 31/8 (Mil)	8.955,1	5.049,9	1.746,4	137,0	17.576,4
Tesoreria					1.688,0
Immobiliare	2.918,3	2.953,0			5.871,3
Mobiliare	6.036,8	2.096,9	1.746,4	137,0	10.017,1
Liquidità	120,4	95,0			215,4
Azionario	1.677,4	107,1		75,3	1.859,8
Obbligazionario Governativo	3.117,4	1.583,5		61,7	4.762,6
Obbligazionario Corporate	1.034,1	0,0	1.746,4		2.780,4
Fondi	87,5	311,3			398,8
Distribuzione In %					
Tesoreria					9,6%
Immobiliare	16,6%	16,8%			33,4%
Mobiliare	34,3%	11,9%	9,9%	0,8%	57,0%
Liquidità	2,0%	4,5%			2,2%
Azionario	27,8%	5,1%		55,0%	18,6%
Obbligazionario Governativo	51,6%	75,5%		45,0%	47,5%
Obbligazionario Corporate	17,1%	0,0%	100,0%		27,8%
Fondi	1,4%	14,8%			4,0%
Redditività (dividendi & interessi)	1,66%	0,92%			1,17%
Immobiliare	1,4%	1,0%			1,2%
Mobiliare	1,77%	0,79%	0,50%	0,90%	1,3%
Liquidità	0,0%	0,0%			0,0%
Azionario	2,3%	1,9%			2,16%
Obbligazionario Governativo	1,2%	0,9%		2,00%	1,09%
Obbligazionario Corporate	3,1%		0,50%		1,47%
Fondi	0,6%	0,0%			0,13%

Le previsioni del 2016 si basano principalmente sulle seguenti ipotesi tenendo conto anche delle attività dell'anno in corso:

Nel 2015:

- Saldo di cassa per € 250 milioni
- Investimenti Finanziari per circa € 2,500 milioni, di cui:
 - € 1,500 milioni nei portafogli in delega, finanziati da nuova liquidità di tesoreria e
 - € 1,000 milioni, principalmente portafoglio diretto/money market, finanziati da disponibilità rivenienti da scadenze titoli già in portafoglio (strutturati e titoli di stato italiani)
- Investimenti Immobiliari – sottoscrizione impegni - per circa € 185 milioni, di cui è prevedibile un richiamo per cassa al 75% entro la fine dell'esercizio.

Nel 2016:

- il proseguimento dei piani di investimento finanziario sulle gestioni per circa € 750 Milioni;
- il proseguimento dei piani di investimento immobiliare - legati all'avanzamento dei piani di dismissione del residenziale romano – con peso inferiore rispetto a quelli previsti per il finanziario a scopo diluitivo, anche per tenere conto dei limiti attesi dal nuovo regolamento ministeriale in via di pubblicazione;
- stabilità dei prezzi di mercato rispetto alla situazione del 31 Agosto 2015;

Per quanto riguarda la redditività dei nuovi investimenti nel 2016, i portafogli in essere al 31 Agosto 2015 presso la banca depositaria BNP Paribas Securities Services Milano sono stati caricati sul sistema Bloomberg Port e analizzati in termini rendimento a scadenza, per la parte obbligazionaria, e rendimento da dividendo, per l'azionario e gli OICR. Per il portafoglio Strutturati i calcoli sono stati effettuati su sistemi interni.

Per quanto riguarda gli investimenti previsti si è ipotizzato che vengano indirizzati prevalentemente al portafoglio in delega di gestione secondo i pesi del portafoglio al 30 Agosto sopra evidenziati.

UNA VISIONE D'INSIEME DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE ED IL RACCORDO TRA TESORERIA E IMMOBILIARE.

Al fine di determinare quanti ed in quali settori principali indirizzare gli investimenti da effettuare nei prossimi anni, ed in particolare nel 2015, si è elaborato un piano previsionale sulla base della situazione attuale a mercato e del bilancio tecnico alla base della riforma di recente approvata.

Nella tabella seguente è riportata la situazione dei valori dell'attivo patrimoniale al 31 Agosto (esclusi i mutui a Enpam RE, ai dipendenti, alle OO.MM. e i prestiti al personale per totali 300 mil. di Euro rilevabili sul bilancio 2014)

Tesoreria	1.688	10%
Mobiliare	10.017	57%
Immobiliare	5.871	33%
Immobili	2.953	17%
Fondi	2.918	17%
Totale	17.576	

L'AAS, della Fondazione si ricorda prevede un 5% per investimenti di tipo monetario e 35% per l'immobiliare, entrambe con uno scarto di +/- 5%.

Il Bilancio Tecnico, utile per stimare i flussi di cassa aggiuntivi che si produrranno nei prossimi anni e che determineranno gli ammontari da distribuire nei diversi settori della AAS, riporta un saldo operativo positivo in crescita nei prossimi anni (il dato 2015 è stato condiviso con la Contabilità e Bilancio in previsione dei prossimi incassi netti da settembre a dicembre):

Anno	Saldo di Esercizio
2015	+ 250
2016	+ 1.379
2017	+ 1.501
2018	+ 1.626
2019	+1.685
2020	+1.706

Il Piano previsionale che si sviluppa nella successiva tabella evidenzia la distribuzione prima e dopo la destinazione della liquidità ai diversi settori dell'Attivo Patrimoniale in base alle seguenti ipotesi:

- il patrimonio rende il 2% come nel Bilancio Tecnico ed i proventi (così come i rimborsi di capitale) sono proporzionalmente mantenuti all'interno dei tre settori di attivo;

- alla Tesoreria è garantita una giacenza media del 2% per il soddisfacimento delle esigenze operative ed istituzionali della Fondazione;

- la previsione di incassi dalle dismissioni immobiliari residenziali concordata con la Enpam Real Estate Srl (136 milioni nel 2015, anziché 150 milioni, 350 milioni nel 2016, 264 milioni nel 2017, 200 milioni nel 2018 e 100 milioni nel 2019).

Anno	Saldo di Esercizio	Vendite Residenziali (*)	Patrimonio totale	Settori di Attivo a fine anno dopo le allocazioni della liquidità (Euro/Milioni)									
				Mobiliare	%	Immobiliare	%	Nuovi Investimenti Mobiliari	Nuovi Investimenti Immobiliari	Saldo Tesoreria	%	Tesoreria accumulata se non si investe	%
2015	250	136	17.826	11.517	65%	6.019	34%	1.500	185	290	2%	1.975	11%
2016	1.379	350	19.205	12.757	66%	6.093	32%	1.000	300	355	2%	3.340	17%
2017	1.501	264	20.706	14.023	68%	6.254	30%	1.000	300	430	2%	4.715	23%
2018	1.626	200	22.332	15.313	69%	6.684	30%	1.000	500	336	2%	6.121	27%
2019	1.685	100	24.017	16.528	69%	7.121	30%	900	400	368	2%	7.453	31%
2020	1.706	0	25.723	17.667	69%	7.668	30%	800	400	389	2%	8.674	34%

(*) nel calcolo del piano 2015 si considera solo l'importo da realizzare entro fine anno (37 milioni) e non l'intero

Tale previsione ipotizza che gli € 800 milioni di investimento Immobiliare, come da piano degli investimenti triennale approvato nel 2014, vengano effettuati per cassa, parallelamente alla dismissione del residenziale e in via residua rispetto a quanto realizzato nel 2015 - nel corso del 2016 e degli anni successivi, con l'obiettivo di equilibrare tra le necessità di:

- diluire gradualmente il peso del comparto fino al limite inferiore di AAT (30%);

- bilanciare il peso della comparto anche in base ai limiti contenuti nel regolamento ministeriale di prossima pubblicazione, tenuto conto della graduale riduzione della componente a gestione diretta e dell'aumento di quella indiretta, unitamente alla redazione del nuovo schema di AA che verrà implementato a seguito dell'attivazione dell'Investment Advisor, nei primi mesi del 2016.

Si ricorda che l'obiettivo di convergenza al 35% dell'Immobiliare, nel termine della precedente legislatura, è stato perfettamente centrato al 31 dicembre 2014 al 34,5%.

L'implementazione del piano degli investimenti triennale approvato nel 2014 e da realizzare entro il 2017 – in via residuale rispetto a quanto impiegato nell'esercizio in corso - farebbe scendere il peso a 30% già nel 2017.

Ipotizzando di mantenere costante dal 2018 in poi il peso al 30%, anche solo considerando le somme rivenienti dalle vendite del residenziale romano, e i redditi generati nei principali fondi annualmente – per circa € 200 milioni all'anno, di cui si potrebbe rinunciare alla distribuzione lasciando ai fondi la gestione organica dei processi di turnover/sostituzione degli attivi, e il reinvestimento dei flussi di reddito - si avrebbe una necessità di cassa effettiva limitata a circa € 100 milioni l'anno.

Il settore mobiliare, invece dovrà implementare investimenti per circa € 2.600 Milioni dati dal saldo di cassa in eccesso a fine anno 2015, di cui € 1.500 milioni dall'impiego di cassa in eccesso prevista a fine 2015 e € 1.000 milioni dal reinvestimento di somme rivenienti dalla scadenza di titoli già presenti in portafoglio.

L'investimento sarà coperto a breve, compatibilmente al settaggio dei rapporti con la banca depositaria, con l'avvio dei mandati attivi obbligazionari (800 milioni) e azionari (300 milioni), dell'investimento in quote di Banca d'Italia oltre al completamento della griglia dei mandati passivi nell'area obbligazionario Euro e nelle commodities.

Nel 2016 con l'entrata a regime delle procedure di investimento trimestrali si procederà ad allocare i 1.000 milioni principalmente verso il portafoglio gestori preesistenti, sia attivi che passivi, mantenendo il profilo della AAS in vigore corretto per le scommesse di AAT.

A questi sono flussi netti di investimento si aggiungono ulteriori investimenti di cassa a seguito delle scadenze dei titoli nel 2015 IV trim. (1.120 milioni circa) e nel 2016 (480 milioni).

Gli investimenti verranno realizzati principalmente in delega di gestione, sia aggiungendo nuovi gestori e/o ampliando gestori esistenti, valutando l'allargamento delle classi di attivo anche a nuove strategie, incluse quelle alternative.

Nei primi mesi del 2016, verrà redatto il nuovo piano di Asset Allocation, e quindi un nuovo schema di distribuzione degli investimenti obiettivo (AAS) con l'indicazione degli scostamenti ammissibili nella gestione (AAT), che regolerà in maniera rigorosa la dinamica degli investimenti secondo un piano a regime di interventi con frequenza trimestrale.

Al fine di raggiungere gli obiettivi esposti, nel corso del 2016, sarà necessario:

- implementare le attività e le risorse della struttura per ottenere il pieno controllo in tempo reale delle attività di portafoglio, grazie ad una rilevazione contabile giornaliera delle posizioni, e la costanza di 'alimentazione' delle quadrature mensili al servizio Contabilità e Bilancio, con un ritardo temporale massimo di un mese;
- avviare le attività dell'Investment Advisor, in particolare per definire il nuovo schema di Asset Allocation Strategica e Tattica per guidare gli investimenti di patrimonio, in ottica Asset-Liability Management ('ALM'), implementare l'approccio di ALM integrato tra Area Patrimonio ed Area Previdenza al fine di legare più nettamente la dinamica degli investimenti alla dinamica delle passività previdenziali; mettere a regime la procedura di analisi e selezione dei gestori;
- effettuare un reporting costante e periodico agli Organi sulle dinamiche del Patrimonio, in parallelo ad una descrizione delle evoluzioni degli scenari macroeconomici e dei possibili impatti di questi sul patrimonio stesso;
- analizzare e proporre una riorganizzazione della struttura che consenta l'ottimale gestione delle diverse tipologie di attività finanziarie, alternative ed immobiliari superando le criticità emerse dal punto di vista contabile e fiscale, favorendo le attività di monitoraggio e rendendo efficienti le opportunità di sostituzione dei gestori, tenuto conto delle dinamiche di crescita del patrimonio e del nuovo regolamento in materia di investimento degli enti di previdenza privatizzati in corso di emanazione dal MEF.

