

*AREE DI CORE BUSINESS*  
INVESTIMENTI IMMOBILIARI  
INVESTIMENTI MOBILIARI

### **Il nuovo schema di Asset Allocation**

La nuova *Asset Allocation* Strategica con gestione tattica a budget di rischio, approvata il 28 Aprile u.s. è uno schema di sintesi degli obiettivi d'investimento della Fondazione, costruito in ottica *Asset Liability Management* (ALM) per realizzare un'ottimale gestione di portafoglio in presenza di limiti dati dalle passività.

Lo schema è stato elaborato partendo dalle attuali consistenze di patrimonio ripartite nelle varie classi di attività, e dal rischio da esse rappresentato<sup>1</sup>, in base allo schema di *Asset Allocation* precedentemente vigente; si sono altresì utilizzati i termini del Bilancio Tecnico 2014 – 2064, che stima la dinamica dei flussi nel lungo termine in base a specifiche assunzioni attuariali relative alla dinamica delle entrate e delle uscite ed al rendimento annuo del patrimonio (su base reale e nominale).

Considerate le caratteristiche specifiche della Fondazione e della sua *mission*, quale 'fondo aperto' con orizzonte temporale di lungo termine, si sono seguite due direttrici principali nell'elaborazione del nuovo schema:

#### *a) Approccio Asset Liability Management (ALM).*

Poiché l'*ALM* definisce l'adattamento del processo di gestione di un portafoglio di attivi all'insieme di vincoli rappresentati dalla *mission* - garantire le prestazioni agli iscritti nel lungo termine - si è colta l'opportunità di sviluppare un approccio congeniale alla struttura della Fondazione, che consideri prioritaria la *copertura di portafoglio*, intesa come pianificazione della corrispondenza dei flussi di cassa attivi con quelli delle passività previdenziali.

Come noto, il saldo corrente non assume mai valore negativo nell'arco temporale considerato dal bilancio tecnico 2014-2064<sup>2</sup> e, dal 2034, la curva che lo rappresenta aumenta la sua pendenza positiva senza soluzione di continuità.

Tuttavia, in alcuni intervalli temporali si nota che il patrimonio potrebbe avere una maggiore sensibilità ai rischi di mercato, in funzione della dinamica dei saldi previdenziali. I dati del Bilancio Tecnico 2014, infatti,

<sup>1</sup> Espresso in percentuale del patrimonio in termini di *Valore a Rischio* e quindi come massima perdita di periodo conseguibile con una probabilità del 95%.

<sup>2</sup> Cfr: (1) D.M. 29 novembre 2007 emanato dal MinLav di concerto con il MEF - ai sensi del comma 763 dell'articolo unico della legge n. 296/2006 (legge finanziaria 2007) - con il quale sono stati determinati i criteri di redazione dei bilanci tecnici degli enti privatizzati di previdenza; (2) conferenza dei servizi MinLav e MEF del 22 aprile 2009, che adotta come indicatore della stabilità trentennale l'anno in cui il saldo corrente (dato dalla differenza tra le entrate totali (contributive e rendimenti patrimoniali) e le uscite totali (spese per pensioni e spese generali) assume strutturalmente segno negativo (mai, nel caso della Fondazione).

assunto costante il rendimento del patrimonio<sup>3</sup>, evidenziano come le entrate previdenziali rappresentino il principale flusso di cassa (l'86,13% rispetto al 13,87% delle entrate di patrimonio). L'ampiezza attuale del saldo previdenziale è tale per cui il rendimento del patrimonio viene integralmente reinvestito. Nelle stime, tra il 2027 e fino al 2038 si ipotizza che parte del rendimento annuo venga utilizzata per coprire parte dei flussi in uscita (secondo percentuali variabili crescenti tra il 2027 ed il 2033 – da 10% a 57,5% - e poi decrescenti fino al 2038 quando si azzera nuovamente). Il verificarsi di eventi diversi rispetto a quelli previsti – maggiori o minori contributi, o crescita delle passività più rapida del previsto – può portare differenti dinamiche.

L'utilizzo contingente del patrimonio, o la sua monetizzazione pro-tempore per coprire parte dei flussi di cassa, è sempre fattibile, ma in assenza di una pianificazione a lungo termine questo potrebbe avvenire in fasi di turbolenza, esponendo il patrimonio a rischi di ribasso di mercato e/o portando a cristallizzare perdite che potrebbero ridurre la sua capacità di crescita nel tempo.

Introducendo, con opportuno schema di ALM, un'adeguata pianificazione dei flussi e quindi predisponendo un portafoglio che ottimizzi la corrispondenza dei flussi (attivi vs passivi) nel tempo, detti rischi possono essere ridotti.

L'approccio di ALM a cui si allude è quello degli *Investimenti Guidati dalle Passività (Liability Driven Investment - LDI)* che si sostanzia nella combinazione di due strategie di portafoglio, una che investe in strategie di immunizzazione/gestione del rischio passività (*Portafoglio di Copertura delle Passività*), l'altra in soluzioni standard di asset management (*Portafoglio di Performance*). Una volta impostato il portafoglio di copertura delle passività, il resto del patrimonio può essere investito in attività che perseguono adeguato rendimento, in base alla propensione al rischio ed agli obiettivi di rendimento che garantiscono l'equilibrio a lungo termine.

Questo approccio rafforza la struttura di patrimonio: un portafoglio finalizzato a realizzare una corrispondenza dei flussi di cassa – in termini di priorità sui periodi dove è più opportuno – rende il patrimonio più resistente a movimenti avversi di mercato. La corrispondenza nei flussi di cassa, infatti, consente di realizzare una copertura delle passività sterilizzando i rischi di mercato (e lasciando solo rischio controparte, idiosincratico) sulla quota di patrimonio a cui è dedicata, riducendo

<sup>3</sup> prudenzialmente al tasso di 0,5% reale annuo.

sensibilmente la rischiosità complessiva. Tanto più sarà possibile combinare i flussi *attesi* di patrimonio con i flussi *certi* dei pagamenti, tanto meno il patrimonio sarà esposto a rischi di mercato.

Con la duplice strategia LDI si realizza un compromesso tra un approccio *senza rischio* di mercato, che garantisce i limiti delle passività, ed un approccio *a rischio* che persegue un'ottimizzazione del rendimento, con un metodo di allocazione dinamica che combina investimenti a coperture, le tecniche di *hedging* di portafoglio trasposte in un contesto di *ALM*.

Il portafoglio di copertura verrà aggiustato ed integrato pro-tempore in base all'andamento effettivo dei saldi previdenziali, strettamente legato a rischi attuariali (o a cambiamenti normativi che possano avere impatto in tal senso). Ciò presuppone un costante monitoraggio delle consistenze dell'attivo e del passivo a finalità previsionali, ed una maggiore interazione tra le aree operative.

*b) Efficienza nello schema degli investimenti*

La seconda direttrice è stata data focalizzata sul miglioramento dell'efficienza del portafoglio, e quindi sulla possibilità di ridurre il rischio per unità di rendimento tramite una maggiore diversificazione della componente illiquida, ad oggi ancora concentrata sul settore immobiliare, verso altre categorie.

Tenuto conto di macro-limiti indicati dalla struttura, lo schema fissa i limiti di peso sull'orizzonte temporale di medio termine (5 anni), ed esprime la necessità di rivedere periodicamente detti limiti come conseguenza di possibili mutamenti nello schema indotti da fattori endogeni ed esogeni, in ottica ALM e considerato il Budget di Rischio.

Nello schema approvato è stata introdotta la *macroclasse* di Beni Reali, che oltre l'immobiliare include le infrastrutture con un peso strategico del 28%. In esso si includono, per (almeno) il 5% iniziative immobiliari definite *'contratti di locazione pluriennali'* o, più correttamente, *attivi a reddito garantito* (*secured income assets*), con ciò riferendosi ad attivi che possano essere idonei, secondo il criterio della sostenibilità dei redditi, a far parte del *Portafoglio di Copertura*, utile a realizzare corrispondenza di flussi tra attivo e passivo. Sono quindi investimenti con profilo di rischio contenuto, a bassa volatilità e stabile flusso di reddito.

Pur considerando le bande di oscillazione tattica previste sulla macroclasse (-/+5%) si noti quanto il peso immobiliare si sia ridotto rispetto al precedente schema dove, a bande di oscillazione costanti, il peso centrale si attestava al 35%, e come nella classe si voglia gradualmente ridurre il rischio implicito degli impieghi per renderli potenzialmente

idonei al processo di pianificazione e corrispondenza dei flussi di cassa di bilancio.

L'approccio prescelto testimonia la volontà di perseguire un *processo attivo di controllo* che spinga verso il contenimento del rischio non solo dei nuovi investimenti, ma anche stimolando interventi mirati di riduzione del rischio sugli investimenti esistenti.

Le attività più idonee ad essere utilizzate nella corrispondenza dei flussi di cassa sono diverse tipologie di investimento, spesso indicizzate direttamente od implicitamente all'inflazione, che vanno dai titoli obbligazionari (particolarmente *zero-coupon*) emessi da controparti ad elevato standing creditizio, i cui pagamenti cedolari e/o di capitale siano certi a determinate scadenze (in dipendenza di un rischio controparte limitato), ad investimenti infrastrutturali ad elevata valenza socio/economica, o immobiliari, caratterizzati da contratti di locazione/utilizzo pluriennale che puntano alla stabilità dei flussi rivenienti anche grazie alle caratteristiche di elevata sostenibilità dei conduttori e/o di attrattività dei cespiti, considerati trend secolari di mercato, evoluzione sociale e demografica, geopolitica.

Ipotizzare un ricorso, anche parziale, alla componente immobiliare quale elemento di pianificazione dei flussi di cassa induce un graduale processo di 'normalizzazione' del rischio nella gestione del comparto, a supporto di una politica mirata alla creazione di valore di lungo termine su tutto il patrimonio.

### **Sul Budget di rischio**

Lo schema di Asset Allocation è costruito, gestito e monitorato considerando per ciascuna categoria rendimenti e rischi attesi, in funzione di un *Budget* di rischio – per singolo investimento e complessivo di patrimonio – stabilito in base alla 'tolleranza' di rischio della Fondazione, in funzione delle proprie caratteristiche e della necessità di garantire gli obiettivi pensionistici della *mission*, aggiornati periodicamente nel Bilancio Tecnico.

Il rischio di patrimonio è monitorato costantemente rispetto al budget fissato, ed ottimizzato nel tempo per evitare squilibri tra attivo e passivo: lo schema degli investimenti è costruito in modo da pianificare la copertura delle passività e far sì che, se si dovessero manifestare eventi negativi impreveduti o straordinari nel breve termine, questi possano essere riassorbiti dallo schema nel tempo senza pregiudicare la *mission* nel lungo termine.

Al *Budget di Rischio* (Strategico/Massimo) corrisponde uno schema di Risk Allocation Strategica (RAS).

- Il Budget di Rischio **Strategico** (*obiettivo*) indica la rischiosità massima a cui può essere esposto il patrimonio nel medio termine, in termini di volatilità ad 1 anno: 5,9%;
- Budget di Rischio **Massimo** (*limite*), fissa la rischiosità massima determinata da movimenti avversi di mercato a cui può essere esposto il patrimonio per un periodo non superiore a 3 mesi: volatilità 7,1% e VaR 9%.

Il Budget di Rischio è allocato in base allo schema di *Risk Allocation Strategica* (RAS), ottimizzata ai fattori di rischio delle classi di attività. Ciò prevede una distribuzione del rischio tra le macro categorie di investimento, regolato da limiti specifici per ciascuna classe dati dal peso di allocazione (%), contribuzione assoluta alla Volatilità e dal *VaR* complessivo di patrimonio. Ciascuna classe di investimento esprime premi per il rischio assunto, variabili nel tempo, in base alle aspettative dei mercati.

I parametri sono interiorizzati nel processo di gestione, per indurre specifiche dinamiche di azione di carattere generale (monitoraggio rischio complessivo ed aggiustamenti dinamici di allocazione) come riflesso di specifiche scelte sulle singole classi:

- quando il Rischio di Patrimonio è inferiore al Budget di Rischio Strategico si stimolano scelte di allocazione e composizione del portafoglio, compatibili con i limiti fissati (AAS e RAS, contributo volatilità e VaR), per aumentare rischio e redditività attesa;
- quando il Rischio di Patrimonio è pari o superiore al Budget di Rischio Strategico si consentono solo scelte di allocazione e composizione di portafoglio, compatibili con i limiti fissati (AAS e RAS), per non aumentare il rischio o, anzi, per ridurlo. In ordine di priorità si privilegino interventi tattici di liquidazione di attivi rischiosi a favore di strumenti monetari e/o a basso rischio, seguiti da scelte di composizione o copertura. La discrezionalità degli interventi di protezione del portafoglio in questo caso deve prevedere un termine non superiore a 3 mesi prorogabile solo una volta. Vale in quest'ambito il principio di adeguata diversificazione, secondo cui il rischio va allocato in base ai pesi espressi da AAS e RAS: allocazioni diverse possono essere indotte dalla mancanza di adeguati risk premium sul mercato, ma dovranno sempre rimanere nei limiti di budget.

La politica di investimento pondererà il rischio finanziario 'attivo' in base ai propri obiettivi, tenendo conto che rischio e rendimento hanno una relazione diretta (al crescere del rischio aumenta il rendimento, e viceversa): è inteso che il Budget di Rischio debba essere allocato con continuità ed interamente utilizzato, per massimizzare la probabilità di raggiungimento

degli obiettivi nel rispetto dei limiti fissati, fatte salve particolari condizioni di mercato o specifiche aspettative sul loro andamento avverso.

Oltre agli obiettivi reddituali e di contenimento del rischio è necessario valutare i flussi e le necessità di cassa sull'orizzonte temporale rilevante, e le loro probabili oscillazioni, per allocare con la massima efficacia il rischio di patrimonio.

La tabella che segue riepiloga la variazione dei pesi per macroarea e le caratteristiche di rendimento atteso-rischio tra la AAS 2012 e la AAS 2017:

<b>Comparto</b>	<b>AAS2012</b>	<b>AAS2017</b>	<b>Limiti AAT2017</b>
<b>Monetario</b>	5.0%	<b>2.5%</b>	<b>-0,5% / +17,5%</b>
<b>Obbligazionario</b>	45.5%	<b>45.0%</b>	<b>+/- 5%</b>
<b>Azionario</b>	9.0%	<b>12.0%</b>	<b>+/- 5%</b>
<b>Investimenti Alternativi</b>	4.0%	<b>10.5%</b>	<b>+/- 5%</b>
<b>Beni Reali</b>	36.5%	<b>30.0%</b>	<b>+/- 5%</b>
<b>Rendimento Annuo atteso</b>			
Nominale Lordo (orizzonte 10 anni)	2.3%	<b>2.8%</b>	
Reale Netto (orizzonte 10 anni)	0.5%	<b>0.8%</b>	
Nominale Lordo (orizzonte 50 anni)	4.6%	<b>5.1%</b>	
Reale Netto (orizzonte 50 anni)	2.1%	<b>2.5%</b>	
<b>Rischio</b>			
Volatilità annua	5.6%	<b>5.9%</b>	
VAR a un anno (95%) in % degli attivi	8.7%	<b>9.0%</b>	

Nel dettaglio la nuova struttura strategica di implementazione e gestione degli investimenti prevede il seguente schema di AAS

MACRO CLASSE	AAS	AAT	SOTTOCLASSE	PESO %
<b>MONETARIO</b>	<b>2,5%</b>	<b>-0,5% / 17,5%</b>	Monetario Euro	2,5%
<b>OBBLIGAZIONARIO</b>	<b>45,0%</b>	<b>-5% / +5%</b>	Governativo Globale	18,5%
			Inflation Linked Euro	6,5%
			Corporate I.G. Globale	11,0%
			High Yield Globale	3,0%
			Credito Alternativo	3,0%
			Paesi Emergenti	3,0%
<b>AZIONARIO</b>	<b>12,0%</b>	<b>-5% / +5%</b>	Italia	3,0%
			Paesi Sviluppati	7,0%
			Paesi Emergenti	2,0%
<b>INVESTIMENTI ALTERNATIVI</b>	<b>10,5%</b>	<b>-5% / +5%</b>	Fondi Hedge UCITS	5,5%
			Fondi Hedge FIA	2,0%
			Private Equity Globale	3,0%
<b>BENI REALI</b>	<b>30,0%</b>	<b>-5% / +5%</b>	Immobiliare Italia	28,0%
			Immobiliare ex-Italia	
			Infrastrutture	2,0%
			Commodity	0,0%

al quale si accompagna lo schema di *Risk Allocation* Strategica (RAS)

MACRO CLASSE	RAS	LIMITI MASSIMI		
		Peso	Contributo Volatilità	Contributo VAR
<b>MONETARIO</b>	<b>0,0%</b>	2,0%	0,10%	0,2%
<b>OBBLIGAZIONARIO</b>	<b>28,0%</b>	40,0%	2,40%	3,5%
<b>AZIONARIO</b>	<b>25,0%</b>	35,0%	2,10%	3,3%
<b>INVESTIMENTI ALTERNATIVI</b>	<b>9,0%</b>	15,0%	1,00%	1,4%
<b>BENI REALI</b>	<b>38,0%</b>	42,0%	2,80%	3,8%

che ricade all'interno del seguente budget di rischio approvato

BUDGET DI RISCHIO	Volatilità 1 anno	VAR Annuale 95%
Strategico	5,9%	9,0%
Massimo	7,1%	

## Il portafoglio immobiliare e le strategie di investimento

Per il comparto immobiliare, il piano di investimenti approvato nel 2016 prevede per l'esercizio in corso nuovi investimenti per 250 milioni di euro, come riportato anche nell'ultimo "piano triennale di investimento"



presentato ai Ministeri vigilanti. Al riguardo, nuove proposte di investimenti potranno essere esaminate, ed eventualmente approvate, dal Consiglio di Amministrazione della Fondazione entro la fine dell'anno in corso.

Negli stessi documenti di previsione, inoltre, si riporta la dismissione di immobili ad uso residenziale per 250 milioni di euro; al riguardo, entro la fine dell'esercizio 2017 potrebbero essere ceduti immobili per circa 90 milioni di euro.

In relazione ai nuovi investimenti immobiliari, la Fondazione, in continuità con quanto definito negli ultimi bilanci di previsione e nei conseguenti piani triennali degli investimenti inviati ai Ministeri Vigilanti, procederà di regola con acquisto "indiretto", ovvero attraverso la sottoscrizione di nuove quote di fondi.

In tale ambito, di seguito vengono individuate alcune tematiche di intervento.

#### *Efficienza di governance*

Al fine di migliorare il presidio delle attività di investimento, la Fondazione dovrà valutare tempi e modi con cui rendere più efficiente il proprio ruolo nella *governance* dei soggetti che sovrintendono la gestione dei fondi immobiliari, fermo restando il principio secondo cui il mandato di gestione che il quotista (ENPAM nel caso specifico) affida deve mantenere inalterate le caratteristiche di autonomia e indipendenza per questi stessi soggetti.

A tal proposito, appare strategico individuare la possibilità di avere la visibilità dei processi di valutazione a monte rispetto al momento in cui la specifica opportunità di investimento viene presentata al quotista, non al fine di incidere su questi, per i quali l'autonomia gestionale delle SGR deve essere fatta salva, ma al fine di averne adeguata visibilità.

La tematica assume un rilievo soprattutto nei confronti dei fondi più importanti e per i quali ENPAM è unico quotista.

Nella stessa tematica di intervento rientra la previsione di rivedere il contratto di servizio che lega la Fondazione alla Enpam Real Estate; questo, infatti, sebbene attinente la gestione del patrimonio immobiliare diretto, persegue un obiettivo di efficienza generale dei diversi ambiti di *governance* del portafoglio.

#### *Efficienza di costo*

Al fine di razionalizzare i costi di gestione dell'intero patrimonio immobiliare, la Fondazione ha avviato un percorso di studio sia dei costi delle società di gestione dei fondi immobiliari, sia dei costi dell'Enpam R.E.

Nel primo caso, soprattutto per i fondi dei quali ENPAM è unico quotista e nell'ambito della suddetta rivisitazione delle *governance*, dovrà essere verificata la possibilità di prevedere nuove modalità di calcolo dei costi, che consentano una riduzione degli oneri a carico dei fondi (e quindi del quotista ENPAM), che risultino più adeguate alle diverse tipologie di gestione e che possano essere di stimolo alle SGR per approcci più dinamici e quindi più performanti.

Nel secondo caso, si dovranno prevedere per Enpam R.E. nuove linee di attività, da inquadrare nell'ambito del suo nuovo piano industriale; in particolare, la stessa Enpam R.E. dovrà prevedere la possibilità di prestare i propri servizi di *property* e *facility management* non solo per la Fondazione ma anche per altri operatori del mercato immobiliare (Società di gestione di fondi, società immobiliari, grandi proprietà, etc.); questo approccio consentirebbe di realizzare una specifica creazione di valore e di efficientare i costi di gestione.

#### Asset Allocation

In aderenza alle indicazioni della propria Asset Allocation Strategica, la Fondazione continuerà, anche nei prossimi esercizi, nella rimodulazione del peso relativo del portafoglio immobiliare.

Per i nuovi investimenti, in funzione delle opportunità di mercato che si determineranno, le classi di investimento di maggiore interesse saranno ancora il direzionale “*core*” e il residenziale sanitario assistito; quest'ultima asset class è “*mission related*” per la Fondazione e negli ultimi esercizi ha garantito buone performance finanziarie. Saranno oggetto di attente valutazioni anche il ricettivo, soprattutto per le località a più alta vocazione turistica e per strutture di assoluto prestigio, e il commerciale per opportunità di elevata qualità; in subordine, si potranno prendere in considerazione il residenziale e la logistica. Proseguirà il processo di diversificazione dei rischi, attuato sia in relazione al patrimonio immobiliare che in relazione al patrimonio in generale.

Nel corso del 2018 sarà implementata l'*Asset Class* infrastrutture ai fini della convergenza all'AAS con particolare attenzione alle opportunità del mercato italiano.

Per la riduzione dell'esposizione in essere, si potrà procedere anche nei confronti dei fondi immobiliari dei quali la Fondazione è unico quotista, attraverso rimborsi di quote (a seguito di processi di dismissione degli immobili oggi in portafoglio o di un ricorso a debito finanziario da parte degli stessi fondi) o con altre modalità da individuare nel corso dei prossimi esercizi.

Infine, in relazione alla dismissione del residenziale, nel corso del prossimo anno proseguirà il processo relativo agli immobili di Roma, che si stima possa concludersi nel corso del successivo 2019.

Un analogo progetto di dismissione dovrà essere affrontato anche per gli immobili di Milano; per questo, si dovranno definire le convenienze in termini di strategia di portafoglio complessivo e, nel caso, pianificare le conseguenti azioni più opportune, valutando se adottare un processo simile a quello seguito per la dismissione del residenziale romano.

## **Il portafoglio mobiliare e le strategie di investimento**

### Preconsuntivo 2017

E' opportuno ricordare che, secondo quanto indicato dai Principi Contabili Nazionali e in applicazione del principio della prudenza, la Fondazione in sede di Bilancio, contabilizza le minusvalenze adottando il criterio di valutazione del minore tra il costo di acquisto ed il valore presumibile di realizzo o di mercato alla chiusura di esercizio (non contabilizzando quindi le plusvalenze da valutazione). Tutto ciò potrà incidere significativamente sul risultato contabile (differente dal rendimento effettivo che tiene conto anche delle plusvalenze implicite) della Gestione Finanziaria in funzione di quanto si muoveranno i prezzi di mercato delle attività detenute al momento sia della rilevazione finale del 31/12/2017, sia della implementazione di nuovi investimenti, sia alla fine del 2018.

Gli scostamenti rilevati nel dato di preconsuntivo 2017 rispetto alla previsione 2017 evidenziano un risultato netto complessivo più elevato. Il risultato è originato: dalle operazioni dei Gestori che hanno realizzato plusvalenze, dai maggiori interessi sui titoli obbligazionari dovuti alla maggiore esposizione ai titoli High Yield ed Emerging Market e, infine, dalle somme riconosciute in sede di transazione di azioni legali intraprese nei confronti di alcuni intermediari finanziari relativamente a titoli strutturati acquisiti negli anni passati (2004-2007).

In generale, si rileva un aumento complessivo dei proventi dei titoli obbligazionari dati dalla somma di diverse voci contabili (Interessi e premi, scarti negativi, scarti positivi), una stabilità delle previsioni per quanto riguarda i dividendi dei titoli azionari (sia immobilizzati che circolanti), una stima del costo delle coperture complessive delle posizioni in valuta estera (somma delle voci differenze attive e passive da negoziazione e valutazione cambi, premi attivi e passivi su forward), un aumento degli utili da negoziazione rispetto alle perdite realizzate grazie alla libera attività gestionale dei Gestori delegati.

Gli scostamenti in aumento dei ricavi finanziari proiettano a fine anno maggiori imposte per circa 21 milioni di Euro.

Nel corso del 2017 sono state vendute anticipatamente sei note strutturate a seguito di un accordo transattivo che ha permesso alla Fondazione di ricevere un significativo indennizzo. Complessivamente la transazione ha permesso all'Ente un incasso di circa 250 milioni comprensivo dell'importo dell'indennizzo e del valore di mercato dei titoli venduti. Tale operazione ha generato componenti positive di bilancio 2017 per circa 40 milioni di Euro.

A livello di risultato netto Ricavi-Costi il dato di preconsuntivo 2017 (c.a. 251 milioni) risulterebbe migliore del previsionale 2017 (c.a. 168 milioni) per circa 83 milioni di Euro.

Nel comporre le stime per il preconsuntivo 2017, si è adottato un approccio prudenziale differenziando tra componenti stabili di proventi proiettati fino a fine anno (interessi e dividendi) e componenti aleatorie (utili e perdite realizzate, voci relative ai cambi) stimate come proiezione del dato risultante dalla contabilità alla data di redazione del documento.

### Previsione 2018

L'esercizio di previsione della Gestione Finanziaria 2018 si basa prevalentemente sui flussi derivanti da cedole e dividendi, e non anche delle plusvalenze e delle minusvalenze, sia realizzate che da valutazione, differenze attive/passive cambi e tutto ciò che potrebbe derivare da fluttuazioni non prevedibili dei prezzi del mercato finanziario nel breve periodo.

In base alla valorizzazione di mercato al 31/8 (eccetto alcune attività illiquide marginali che sono prezzate al 30/6 o al 31/3) il Portafoglio di Investimento Finanziario evidenzia la seguente situazione (in milioni di Euro):

<i>Settore di Portafoglio</i>	<i>Gestito</i>	<i>Diretto Liquido</i>	<i>Diretto Illiquido</i>	<i>Totale</i>
<b>Controvalore al 31/8</b>	<b>10.350,4</b>	<b>3.026,1</b>	<b>1.035,5</b>	<b>14.412,0</b>
<i>Liquidità (c/c)</i>	<i>158,7</i>	<i>942,1</i>	<i>0,0</i>	<i>1.100,8</i>
<i>Equity</i>	<i>1.878,1</i>	<i>0,0</i>	<i>225,0</i>	<i>2.103,1</i>
<i>Gov</i>	<i>4.122,5</i>	<i>540,4</i>	<i>0,0</i>	<i>4.662,9</i>
<i>Corp</i>	<i>2.268,7</i>	<i>31,2</i>	<i>705,3</i>	<i>3.005,2</i>
<i>Fund</i>	<i>1.922,4</i>	<i>1.512,4</i>	<i>105,2</i>	<i>3.539,9</i>
<b>Distribuzione in %</b>	<b>71,8%</b>	<b>21,0%</b>	<b>7,2%</b>	<b>100,0%</b>
<i>Liquidità</i>	<i>1,5%</i>	<i>31,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>7,6%</i>
<i>Equity</i>	<i>18,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>21,7%</i>	<i>14,6%</i>
<i>Gov</i>	<i>39,8%</i>	<i>17,9%</i>	<i>0,0%</i>	<i>32,4%</i>
<i>Corp</i>	<i>21,9%</i>	<i>1,0%</i>	<i>68,1%</i>	<i>20,9%</i>
<i>Fund</i>	<i>18,6%</i>	<i>50,0%</i>	<i>10,2%</i>	<i>24,6%</i>
<b>Redditività</b>	<b>1,54%</b>	<b>0,44%</b>	<b>1,33%</b>	<b>1,30%</b>
<i>Liquidità</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
<i>Equity</i>	<i>3,29%</i>	<i>0,00%</i>	<i>4,50%</i>	<i>3,42%</i>
<i>Gov</i>	<i>0,95%</i>	<i>2,21%</i>	<i>0,00%</i>	<i>1,10%</i>
<i>Corp</i>	<i>2,59%</i>	<i>3,92%</i>	<i>0,52%</i>	<i>2,12%</i>
<i>Fund</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>

\*Si consideri che la liquidità del Gestito afferisce ai singoli portafogli mentre la liquidità diretta è a disposizione su c/c per nuovi investimenti e/o esigenze di cassa per lo svolgimento delle ordinarie attività amministrative/istituzionali.

Le previsioni di redditività del 2018 si basano principalmente sulle seguenti ipotesi:

- investimento di circa 900 milioni effettuato entro la fine del 2017;
- investimento nel 2018 di circa di 200 mil. distribuito in diverse tranche nell'anno ma mediamente impiegato entro il 30/6/2018;
- nuovi investimenti distribuiti sul Portafoglio Gestito secondo i pesi sopra evidenziati al 31/8;
- flussi da scadenza titoli nel portafoglio diretto ammontanti a 220 milioni, entro la fine del 2017, e 110 milioni nel 2018.
- Stabilità dei prezzi di mercato rispetto alla situazione del 31/8/2017.
- mantenimento del portafoglio finanziario al 68% del patrimonio totale considerando un limite di cassa operativa target del 2% ed un target di beni reali del 30% in base alla nuova AAS deliberata nel 2017.

Per quanto riguarda la redditività dei nuovi investimenti nel 2018 sono stati presi come stima il rendimento a scadenza, per la parte obbligazionaria, e il rendimento da dividendo, per l'azionario e gli OICR. I dati si basano sui portafogli in essere presso la banca depositaria BNP Paribas Securities Services Milano al 31/8/2017 che sono stati calcolati, avvalendosi del sistema Bloomberg Port® dalla Struttura di Risk Management & Compliance Legale.

#### Raccordo con la tesoreria

Al fine di determinare quanto e in quali settori principali indirizzare gli investimenti da effettuare in particolare nel 2018, è stato elaborato un piano previsionale sulla base della situazione attuale a mercato e del bilancio tecnico alla base della riforma 2014 approvata.

Nella tabella seguente è riportata la situazione dei valori dell'attivo patrimoniale al 31/8 (escluso Enpam Real Estate, crediti per mutui agli OO.MM., ai dipendenti ed altri crediti per totali 270 mil. di Euro e crediti verso iscritti per 650 mil. circa rilevabili sul bilancio 2016).

<b>Settore di Attivo Patrimoniale in mil. Euro</b>		
<b>Tesoreria</b>	<b>942</b>	<b>5%</b>
<b>Finanziario</b>	<b>13.470</b>	<b>67%</b>
<b>Beni reali *</b>	<b>5.692</b>	<b>28%</b>
<b>Totale</b>	<b>20.104</b>	<b>100%</b>

\*Beni reali include la Asset Class Immobiliare e Infrastrutture

Il saldo di esercizio dell'ultimo quadrimestre 2017 e il Bilancio di Previsione 2018 sono stati utilizzati come stima di massima dei flussi di cassa che si aggiungono alle scadenze dei titoli/rimborsi dei fondi e al programma delle vendite del residenziale (qui sotto riportati), al fine di determinare la cassa complessiva da investire.

Anno	Saldo di Esercizio	Vendite Residenziale	Rimborsi Titoli Strutturati
ultimi 4 mesi 2017	600	60	220
2018	800	130	110

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

- il Patrimonio rende secondo le ipotesi del Bilancio Previsionale mentre i proventi finanziari (redditività cedolare, dividendi, proventi e rimborsi dei fondi) sono automaticamente reinvestiti all'interno dei rispettivi settori: Finanziario e Immobiliare;
- si stabilizza la riduzione del peso nell'**Immobiliare (Beni reali)** in base alla nuova AAS
- si mantiene giacenza media di **Tesoreria** intorno al 2%, ritenuto congruo allo svolgimento delle normali attività operative ed istituzionali della Fondazione.

Settori di Attivo a fine anno dopo le allocazioni della liquidità (in mil. Euro)												
Anno	Saldo Corrente	Patrimonio totale	Finanziario	%	Beni Reali	%	Nuovi Investimenti Finanziari	Nuovi Investimenti Beni Reali	Tesoreria	%	Tesoreria accumulata se non si investe	
2017 4m	600	20.704	14.248	69%	6.124	30%	900	450	333	2%	1.822	9%
2018	800	21.504	14.630	68%	6.523	30%	200	400	351	2%	2.446	11%

Il settore **Finanziario** è quindi chiamato a coprire nuovi investimenti per circa 1.100 milioni dati dal saldo di cassa in eccesso a fine anno 2017 e dalla nuova cassa prevista per il 2018 al netto di quanto residua agli altri settori.

L'investimento è stato già parzialmente coperto nel mese di settembre 2017 con la procedura PO 4.10 "Distribuzione Investimenti" relativa al III trimestre (700 milioni) prevalentemente attraverso i gestori preesistenti, mentre la parte restante (200 milioni) sarà definita con la PO 4.10 relativa al IV ed ultimo trimestre 2017.

Gli investimenti di fine 2017 saranno indirizzati, come previsto dalle procedure in essere, verso quelle parti di portafoglio che devono essere maggiormente allineate alla nuova AAS, in particolare Fondi Alternativi, Fondi High Yield e Fondi di credito Alternativo nella componente più caratteristica (Prestiti sindacati e crediti). Il programma di Private Equity Globale è operativo ed inizierà a effettuare i primi richiami durante l'ultimo trimestre. Nel 2018 si cercherà di completare l'assetto del portafoglio alla nuova AAS coprendo la classe del Credito Alternativo (Private Debt, , Prestiti diretti, Minibond, Convertibili, etc.).

Una parte degli investimenti sarà investita con la logica Mission Related ovvero nel Portafoglio Istituzionale con obiettivi focalizzati nel settore medicale e/o nel "Sistema Italia", coerentemente con i limiti ed i requisiti previsti per questo tipo di allocazioni.