

AREE DI *CORE BUSINESS*
INVESTIMENTI IMMOBILIARI E
MOBILIARI

Preconsuntivo 2016

La prima parte del 2016 è stata contrassegnata da forte debolezza legata alle preoccupazioni sul rallentamento dell'economia cinese, emersa nel mese di agosto 2015, dalla crisi del settore bancario europeo, ed in particolare italiano, dato il peso dei Non Performing Loans sugli attivi di bilancio, dalle incertezze legate agli esiti della Brexit in Inghilterra e dai possibili rialzi dei tassi negli USA. Il potenziamento del Quantitative Easing della BCE ed il varo del fondo Atlante in Italia contribuiscono, già da marzo, a calmare i mercati. L'inaspettato esito positivo sulla Brexit a fine giugno provoca uno shock – tuttavia non paragonabile a quello della Cina nel 2015 – che rientra rapidamente lasciando conseguenze solo per l'Inghilterra, impegnata a definire le modalità di uscita dall'Unione su un arco temporale di 2 anni. Il mercato, supportato dalla stabilizzazione dei parametri di crescita negli USA (anno elettorale) da una crescita europea debole ma complessivamente positiva, sale a livello globale su tutte le asset class, registrando una graduale riduzione dei rendimenti obbligazionari europei - in territorio negativo su scadenze sempre più lunghe - una ripresa dell'azionario (tranne l'Italia) e delle materie prime: ciò ha influito positivamente sui valori del patrimonio a mercato e quindi anche sugli scostamenti dell'assestamento di bilancio 2016 rispetto al previsionale 2015: al 31 Agosto il comparto finanziario presenta un sostanziale rendimento positivo da inizio anno ed il comparto immobiliare, in base ai dati dei rendiconti al 30 Giugno, risulta egualmente positivo. La giacenza media di Tesoreria si è sempre mantenuta consistente, pur se su livelli inferiori rispetto ai precedenti esercizi – in parte attenuando gli effetti dei mercati positivi – ma riflettendo un atteggiamento prudente della Fondazione nella gestione che vede nella liquidità una forma di copertura implicita dai rischi improvvisi di inversione dei mercati.

Tra i principali scostamenti ricordiamo:

1. Per il Finanziario gli scostamenti rilevati dal preconsuntivo 2016 rispetto al bilancio previsionale a periodo intero elaborate un anno fa sono migliori ed evidenziano un risultato netto complessivo più elevato originato dalle operazioni dei Gestori e dalle operazioni di vendita di alcuni titoli strutturati effettuate nell'anno.

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 127 milioni di Euro che è stato caricato di imposte per circa 22 milioni di Euro. Grazie al riallineamento dei prezzi di carico fiscale eseguito nel 2013 e alle operazioni di vendita del 2016 l'impatto fiscale è stato ottimizzato per circa 35 milioni. Inoltre grazie anche all'accentramento, nel 2014, presso la Banca Depositaria del portafoglio titoli complessivo della Fondazione, è stato anche possibile compensare le minusvalenze realizzate in altri comparti del portafoglio.

La vendita/scadenza definitiva dei CDO ha generato anche il pagamento/debito per le commissioni di performance al gestore sottostante per circa 13 milioni.

L'esercizio di preconsuntivo della Gestione Finanziaria 2016 si basa sulla contabilità registrata del portafoglio finanziario al 30/6 derivante principalmente dalla ordinaria attività di compravendita dei gestori aventi portafogli in delega di gestione.

Le scritture contabili ad oggi registrate dei portafogli gestiti, sia attivi sia passivi, sono rilevate al 30/6/2016 ma senza la chiusura a prezzi di mercato, per cui si potranno avere degli assestamenti dopo la contabilizzazione degli effetti di valutazione dei prezzi di mercato sul portafoglio a fine anno.

La chiusura ai prezzi di mercato al 30/6/2016, tuttavia, è stata simulata senza registrarne gli effetti sulle scritture contabili. Di tali effetti simulati se ne tiene conto in sede di bilancio assestato 2016 per circa 90 milioni in negativo.

L'effetto deriva principalmente dalla struttura del mercato obbligazionario che ha visto precipitare i rendimenti a scadenza sotto l'1%, pur rimanendo il tasso cedolare superiore, intorno al +2,5%.

In normali condizioni di mercato un'obbligazione quota sul mercato intorno alla pari (cioè il prezzo di rimborso). In queste condizioni, invece, i titoli obbligazionari quotano notevolmente sopra la pari e quando si va a costruire un portafoglio obbligazionario il costo contabile risulta tendenzialmente alto rispetto al valore di rimborso finale.

Ciò comporta contabilmente che si registri una maggiore voce per interessi ed una più veloce convergenza dei prezzi di mercato al prezzo di rimborso cioè maggiori minusvalenze.

L'andamento dei mercati nel 2016 è stato positivo in tutti i trimestri. In particolare le performance dei mercati obbligazionari sono state eccellenti nei primi due (+5%), mentre nel terzo trimestre il testimone è passato ai mercati azionari (+6%). L'indice della Asset Allocation Strategica (AAS), da inizio anno al 31/8/2016, segna complessivamente una performance del +5,6% circa. Il portafoglio finanziario, in base al report disponibile del Risk Advisor di fine agosto, evidenzia un performance in linea con il mercato (+5,4%), al netto degli oneri gestione.

La simulazione di chiusura contabile descritta, momento in cui il portafoglio evidenziava una performance positiva del 3,4%, potrebbe essere migliorata se le condizioni di mercato permangono al livello del 31/8 in quanto si evidenzia una ulteriore creazione di valore (mark to market) positiva per circa +2% (cioè circa +260 milioni di Euro).

I dati 2016 potranno risentire di una variabilità dei prezzi di mercato rispetto al 30/6, oltre che della attività operativa dei Gestori in delega. In ogni caso, poiché la performance è ulteriormente migliorata al 31/8/2016, negli ultimi quattro mesi del 2016 dovrebbe registrarsi una netta inversione di tendenza al fine di intaccare il risultato sinora raggiunto.

2. Per l'immobiliare, il piano di investimenti approvato nel 2015, vedeva per il 2016 nuove sottoscrizioni di fondi per € 300 milioni, a fronte di vendite sul residenziale

romano di € 350 milioni. Il piano è stato implementato solo parzialmente; infatti, da un lato le nuove sottoscrizioni di fondi, comprensive di richiami (già versati e ulteriori previsti entro fine anno) su impegni presi negli esercizi precedenti ammontano, al netto dei rimborsi ricevuti, a circa € 360 milioni a fine dell'anno (€ 335 milioni al 31 agosto); dall'altro le vendite del residenziale che al 31 agosto risultavano pari a € 62,5 milioni (inclusa una porzione degli immobili di Pisa), è previsto raggiungeranno complessivamente l'importo di € 207,5 milioni (inclusa la conclusione della vendita di Pisa).

Da un punto di vista di reddito prodotto (dividendi ed affitti) i dividendi da fondi immobiliari risultano leggermente migliorativi rispetto a quanto previsto.

La dinamica degli investimenti immobiliari nel 2016 è stata in linea con il percorso mirante ad ottimizzare gradualmente il peso del comparto, che a fine 2015 si attestava a 31,74%, sotto il peso target stabilito nell'AAS del 2012 a 35%, e vicino al limite minimo di allocazione tattica, per tenere conto del nuovo schema di AA in lavorazione e dei possibili limiti dell'emanando decreto ministeriale di prossima pubblicazione. Al 31 Agosto il peso si attesta a 31,78%, ed è prevista – data la progressione delle vendite sul residenziale – un assestamento sotto al 30% a fine anno.

Di seguito si indicheranno i cambiamenti ipotizzati sul nuovo piano di investimento per tenere conto della dinamica delle vendite ipotizzata e dell'ipotesi di riduzione graduale del peso, tenuto conto che il finanziamento dei nuovi investimenti previsti avviene 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 2016 è entrata a regime l'operatività con Tower Watson, aggiudicataria, a seguito di gara pubblica, del contratto di Investment Advisor sottoscritto nel dicembre 2015. Le attività si sono da subito concentrate sul fornire i dati e le informazioni necessari ad elaborare il nuovo piano di Asset Allocation della Fondazione – grazie anche ai dati del nuovo Bilancio Tecnico fornito nel primo semestre dell'anno – nonché sull'utilizzo dei servizi di analisi a supporto della scelte di investimento elaborate dalla struttura.

Previsione 2017

L'esercizio di previsione della gestione finanziaria 2017 si basa prevalentemente sui flussi derivanti da cedole e dividendi – simulati pari al tasso di rendimento minimo previsto dal nuovo Bilancio tecnico – pari a 0,50% reale e quindi graduato in termini di tasso nominale in base alle previsioni fornite sui tassi di inflazione per gli anni a venire - 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 2016 (eccetto il portafoglio illiquido, cioè titoli strutturati, Private Equity, Polizze, per alcuni dei quali 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 al 30 Giugno) il Portafoglio di Investimento è come evidenziato¹ nella tabella che segue.

Settore di Portafoglio	Delega	Diretto	Illiquidi	Totale
Controvalore al 31/8	12.876,3	4.840,4	1.275,4	18.992,1
Liquidità	83,2	794,8		878,0
Immobiliare	3.640,3	2.269,0		5.909,3
Mobiliare	9.152,8	1.776,6	1.275,4	12.204,8
Equity	1.731,6	120,7	225,0	2.077,3
Gov	3.787,3	670,5	93,8	4.551,6
Corp	1.844,8	30,0	873,2	2.748,0
Fund	1.789,0	955,4	83,4	2.827,9
Distribuzione In %	67,8%	25,5%	6,7%	100,0%
Liquidità	0,4%	4,2%		4,6%
Immobiliare	19,2%	11,9%		31,1%
Mobiliare	48,2%	9,4%	6,7%	64,3%
Equity	9,1%	0,6%	1,2%	10,9%
Gov	19,9%	3,5%	0,5%	24,0%
Corp	9,7%	0,2%	4,6%	14,5%
Fund	9,4%	5,0%	0,4%	14,9%
Proventi Totali	159,4	34,9	16,9	211,2
Interessi	-	-	-	-
Reddito immobiliare	41,3	27,6		68,9
Dividendi	50,4	4,8	10,1	65,3
Interessi Gov	27,7	1,2	0,7	29,6
Interessi Corp	40,0	1,2	6,1	47,3
Proventi fondi	-	-	-	-
Redditività (dividendi e interessi)	1,24%	0,72%	1,33%	1,11%
Liquidità	0,0%			0,0%
Immobiliare	1,13%	1,22%		1,17%
Mobiliare				1,17%
Equity	2,91%	4,00%	4,50%	3,15%
Gov	0,73%	0,18%	0,72%	0,65%
Corp	2,17%	4,00%	0,70%	1,72%
Fund	0,00%	0,00%	-1,00%	0,00%

Le previsioni del 2017 si basano principalmente sulle seguenti ipotesi:

Nel 2016:

- ✓ Saldo di cassa (IV trimestre) per € 562 milioni;
- ✓ Investimenti Finanziari per circa € 1,200 milioni nei portafogli gestiti secondo la distribuzione del portafoglio rilevata al 31 Agosto, in aggiunta a € 125 milioni già investiti sul portafoglio diretto i primi giorni di settembre;

¹ Nello schema si includono alcuni investimenti già approvati ed implementati nella prima parte del mese di Settembre, in particolare € 125 milioni di investimenti finanziari diretti (€65 milioni di Fondi e €60 milioni di polizze assicurative), oltre ad una riduzione del comparto immobiliare dovuta a rimborsi netti nello stesso periodo di € 2,5 milioni. Una parte della cassa è già stata destinata a pagamenti (spese, pensioni) previsti nella prima parte dell'anno.

- ✓ Investimenti Immobiliari nuove sottoscrizioni di quote di fondi, al netto di rimborsi, per circa € 365 milioni, considerato un importo di vendite del patrimonio residenziale per circa € 207,5 milioni.

Nel 2017:

- ✓ Saldo di cassa per € 681 milioni;
- ✓ il proseguimento dei piani di investimento finanziario sulle gestioni per circa € 750 milioni;
- ✓ il proseguimento dei piani di investimento immobiliare per circa € 250 milioni, in base al nuovo piano triennale degli investimenti e alle dinamiche previste dal piano di dismissione residenziale nell'ottica di ridurre gradualmente il peso del comparto;
- ✓ una stabilità nei prezzi di mercato rispetto alla situazione del 31 Agosto 2016;

Per quanto riguarda la redditività dei nuovi investimenti nel 2017, i portafogli in essere al 31 Agosto 2016 presso la banca depositaria BNP Paribas Securities Services Milano sono stati caricati sul sistema Bloomberg Port e analizzati in termini di 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.

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 2016, si è elaborato un piano previsionale sulla base della situazione attuale a mercato e del nuovo Bilancio Tecnico 2014.

Nella tabella seguente è riportata la macro-situazione dei valori dell'attivo patrimoniale al 31 Agosto (esclusi i mutui a Enpam RE, ai dipendenti, agli OO.MM. e i prestiti al personale per totali € 266,5 milioni come da bilancio 2015), inclusi gli aggiustamenti dettagliati nella nota 1.

Settori di Attivo in milioni di Euro

Tesoreria Enpam	878	4,6%
Mobiliare	12.204,8	64,3%
<i>Gestioni</i>	9.153	48,2%
<i>Diretto</i>	1.777	9,4%
<i>Strutturati</i>	873	4,6%
<i>Illiquidi</i>	402,2	2,1%
Immobiliare	5.909	31,1%
<i>Immobili</i>	2.272	12,0%
<i>Fondi</i>	3.638	19,2%
Totale	18.992,1	

L'AAS della Fondazione – attualmente in revisione - prevede, al momento, 5% per investimenti di tipo monetario e 35% per l'immobiliare, entrambe con uno scarto di +/- 5%.

Il saldo di esercizio residuo per il IV° trimestre 2016 e per il 2017 sono stati condivisi con l'Area Contabilità e Bilancio in base alla stima prudentiale sulla dinamica incassi/prestazioni ipotizzata:

Anno	Saldo di Cassa (milioni)
2016 IV° t.	562
2017	681

Il Piano previsionale che si sviluppa nella successiva Tabella di Distribuzione evidenzia le consistenze a mercato del Patrimonio (stima) alla fine di ciascun esercizio, considerando la distribuzione tra i due settori dell'Attivo Patrimoniale della liquidità riveniente dal saldo di esercizio, dalle vendite immobiliari previste e dalle principali scadenze di titoli attualmente in portafoglio, secondo le seguenti ipotesi:

- il patrimonio ha un rendimento minimo pari a 0,5% reale (distribuito come tasso nominale variabile in funzione delle ipotesi annue sul tasso d'inflazione, e quindi pari a 2% dal 2017 al 2019 incluso, ed al 2,5% successivamente) come previsto nel Bilancio Tecnico 2014 ed i proventi (così come i rimborsi di capitale) sono proporzionalmente mantenuti all'interno dei tre settori di attivo;
- alla Tesoreria è garantito un saldo in linea con quanto previsto a Bilancio previsionale, per il soddisfacimento delle esigenze operative ed istituzionali della Fondazione;
- la previsione di incassi dalle dismissioni immobiliari residenziali a Roma, verificata con Enpam RE, prevede complessivi € 198 milioni nel 2016 (anziché € 350 milioni previsti), a cui si aggiungono € 10,3 milioni dalla conclusione della vendita di Pisa, per un totale da realizzare nell'ultimo trimestre di € 145 milioni; € 270 milioni nel 2017 (con una conclusione del piano di dismissione entro il 2018 – un anno di anticipo rispetto a quanto previsto lo scorso anno - con la liquidazione dei residui cespiti).

Tabella di Distribuzione

Anno	Saldo di Cassa (*)	Vendite Residenziale (*)	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	%
2016	562	145	19.549	13.437	69%	5.792	30%	1.200	32,8	319	1,6%	1.507	8%
2017	681	270	20.230	14.084	70%	5.893	29%	750	250	253	1%	2.063	10%

La revisione del piano di vendita residenziale, le nuove stime delle consistenze in base ai dati OMI-Nomisma di fine 2015, le considerazioni relative al nuovo schema di AA, in corso con l'Investment Advisor e le incertezze relative al decreto ministeriale sui limiti di investimento portano a valutare un marginale

aggiustamento al Piano Triennale degli investimenti approvato nel 2015 – che sarà riflesso anche nel nuovo Piano da approvare entro Novembre - con l'obiettivo di mantenere un margine di fluttuazione del peso intorno al 30% a medio termine, mediando tra:

- ✓ il presunto limite del 30% del regolamento ministeriale di prossima pubblicazione, da confermare;
- ✓ garantire flessibilità sull'implementazione del nuovo schema di AA di cui è prevista la definitiva elaborazione col supporto di Tower Watson, ed approvazione entro la fine del 2016.

E' previsto di chiudere il 2016 con un peso intorno al 30%. Tenuto conto della variazione nei piani di vendita del residenziale e delle nuove stime di valore dei cespiti, si ipotizza di dimensionare quindi i nuovi investimenti immobiliari per il 2017 a € 250 milioni (rispetto agli € 300 milioni previsti per il 2017 nel piano triennale approvato a fine 2015), ipotizzando un peso compreso tra 29% e 30%.

Il settore Finanziario è quindi chiamato a coprire nuovi investimenti per circa 1.950 milioni dati dal saldo di cassa in eccesso a fine anno 2016 e dalla nuova cassa prevista per il 2017 al netto di quanto residua agli altri settori.

L'investimento sarà coperto a breve con la procedura PO 4.10 (Distribuzione Investimenti) relativa al III trimestre (400-500 milioni) principalmente attraverso i gestori preesistenti, mentre la parte restante (€ 700-800 milioni) è ancora da definire con la PO 4.10 relativa al IV ed ultimo trimestre 2016.

Nel 2017 dovrebbero avviarsi il programma di Private Equity e le nuove ricerche sul mercato per investire nel segmento Hedge Fund/Absolute Return ed infine dovrebbero essere implementati nuovi settori di mercato/strategie da definire con la nuova Asset Allocation Strategica.

Una parte degli investimenti potrà essere 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.

Entro la fine del 2016, con il supporto dell'Investment Advisor dovrebbe essere presentato ed approvato il nuovo schema di Asset Allocation per la distribuzione degli investimenti secondo pesi 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.

Gli obiettivi

Il 2017 sarà dedicato alla riorganizzazione funzionale delle aree di patrimonio legata al nuovo organigramma di recente approvazione. In ogni caso proseguirà il perseguimento degli obiettivi già evidenziati negli scorsi esercizi quali:

- 1) controllo in tempo reale delle attività di portafoglio, grazie ad una rilevazione contabile giornaliera delle posizioni, e costanza di ‘alimentazione’ delle quadrature mensili al servizio Contabilità e Bilancio, con un ritardo temporale massimo di un mese;
- 2) riorganizzazione funzionale del *middle-office* che consenta di integrare e coordinare tutte le attività di rilevazione contabile e di rischio, di reportistica, legali e di amministrazione interna relative al patrimonio;
- 3) Implementazione dell’attività di Risk-Control dedicata al monitoraggio operativo, legale e di compliance degli investimenti, alla verifica dei limiti di investimento e di rischio dell’intero portafoglio e dei suoi componenti, siano essi intesi come i portafogli di gestione o – in modo trasversale – le singole classi di attività in cui le politiche di investimento si realizzino.

Detta attività sarà strumentale per:

- i. monitorare la struttura di portafoglio per verificare i limiti, il mantenimento dei parametri di rischio attesi e/o eventualmente attivare i correttivi necessari;
 - ii. monitorare attivamente i gestori di portafoglio, singolarmente e comparativamente col mercato, anche per verificare opportunità di sostituzione;
 - iii. monitorare l’allineamento tra dinamica del portafoglio e dinamica delle passività previdenziali anche da un punto di vista contabile, in ottica ALM;
 - iv. ottimizzare il percorso di convergenza verso l’AAS.
- 4) Ricorso all’Investment Advisor funzionale a:
 - i. implementazione dell’approccio di ALM al fine di legare più nettamente la dinamica degli investimenti alla dinamica delle passività previdenziali;
 - ii. entrata a regime della procedura di analisi e selezione dei gestori;
 - iii. impostazione di una procedura operativa di monitoraggio interno in coordinamento con Risk Control che possa essere funzionale ad un’ottimizzazione del turnover degli investimenti.
 - 5) Reporting costante e periodico agli Organi della Fondazione sulle dinamiche del patrimonio, in parallelo ad una descrizione delle evoluzioni degli scenari macroeconomici e dei possibili impatti di questi sul patrimonio stesso.
 - 6) Analisi di strutture di contenimento del patrimonio che consentano un ulteriore miglioramento della gestione delle diverse tipologie di attività finanziarie, alternative ed immobiliari sì da semplificare le criticità contabili, ottimizzare il profilo fiscale della Fondazione, favorire le attività di monitoraggio e rendere efficienti le opportunità di sostituzione dei gestori.