

AREA DI CORE BUSINESS  
PATRIMONIO



Nell'ambito degli **Investimenti Patrimoniali**, per completare la riorganizzazione della governance, la Fondazione ha deciso di dotarsi delle nuove figure di Investment Advisor e Risk Advisor procedendo all'espletamento di due distinte gare per la loro individuazione, secondo modi e tempi di cui al D.L. 163/2006.

L'Investment Advisor (la cui procedura di gara è ancora in una fase di studio e di preparazione) è il soggetto, selezionato dalla Fondazione, incaricato di coadiuvare la stessa nei processi volti alla definizione dell'Asset Allocation Strategica.

In particolare, l'Investment Advisor, può svolgere con funzione di ausiliarità, a vantaggio delle scelte e dell'operatività della Fondazione, le seguenti attività:

- definire la strategia d'investimento, ovvero fornire supporto alla Fondazione nell'approfondimento degli obiettivi di investimento, del rischio in tutte le sue forme, della politica di investimento e dei vincoli o preferenze poste a priori dalla Fondazione (Asset and Liability Management);
- analizzare la situazione preesistente, sia in termini di struttura di investimento che di Asset Allocation Strategica, e fornire indicazioni e raccomandazioni;
- assistere l'Ente nel processo di implementazione della politica di investimento e della struttura gestionale, ovvero fornire supporto alla Fondazione nella redazione del manuale del processo di investimento in cui indicare tutti gli elementi fondamentali della politica di investimento: obiettivi, controllo del rischio, valutazione dei gestori e del mercato finanziario;
- assistere l'Ente nella selezione e monitoraggio dei gestori (assistenza, per i profili di competenza ed in coordinamento con eventuali altri consulenti, nella predisposizione delle procedure per la selezione dei gestori, nonché nella stesura dei contratti di gestione).

Il Risk Advisor è il soggetto selezionato per fornire i servizi di risk analysis ed advisory di supporto agli organi della Fondazione ENPAM nelle analisi e nelle valutazioni dei rischi del portafoglio di investimento come meglio specificati di seguito:

- Asset Allocation Strategica e Tattica: analisi e condivisione della struttura generale e delle singole classi di investimento (AAS e AAT); analisi del rischio (RAS e RAT); analisi dell'efficacia nell'ottica del rispetto delle passività (ALM);
- Analisi, valutazione e contribuzione della performance finanziaria;
- Analisi, misurazione e contribuzione del rischio;
- Supporto al Consiglio di Amministrazione e all'UVIP (Unità Valutazione Investimenti Patrimoniali) nelle analisi e nelle valutazioni dei rischi del portafoglio di investimento;
- Attività di formazione del personale della Fondazione su procedure, metodologie di calcolo e di valutazione e sistemi, anche informatici, utilizzati dall'advisor nello svolgimento dei servizi oggetto dell'appalto.

E' assolutamente e specificamente esclusa dall'incarico del Risk Advisor ogni e qualsiasi operatività inerente la selezione o promozione di investimenti.

La procedura di selezione del Risk Advisor è avvenuta nell'anno in corso ai sensi del D.L. 163/2006 ed attualmente è nella fase di verifica dell'offerta e dei requisiti del concorrente aggiudicatario in via provvisoria; salvo imprevisti legati all'iter procedurale, è ragionevole ipotizzare che il nuovo contratto sia operativo con i primi mesi dell'anno 2014.

### **AAS provvisoria**

L' Asset Allocation Strategica (AAS) è un documento di sintesi che rappresenta gli obiettivi di investimento della Fondazione ed è elaborato attraverso un'analisi dei flussi attivi e passivi (ALM) al fine di verificare il livello di sostenibilità dell'Ente, del contributo della gestione del portafoglio e della allocazione del patrimonio.

Nell'analisi detta si esamina la consistenza del patrimonio, i livelli di copertura e finanziamento del livello di capitalizzazione delle prestazioni previsto dalla normativa, evidenziando la solidità del patrimonio e come l'allocazione strategica sia in grado di sostenere l'obiettivo istituzionale dell'Ente.

Il modello gestionale ed operativo adottato dall'ENPAM è quello definito ad asset allocation strategica con gestione tattica a budget di rischio o a risk budgeting.

Nella definizione dell'AAS provvisoria della Fondazione sono stati posti 2 vincoli di natura strategica:

- almeno il 35% del patrimonio dell'ENPAM viene destinato agli investimenti immobiliari;
- almeno il 2% del patrimonio dell'ENPAM deve essere investito in strumenti monetari o in liquidità.

Ad un secondo livello, sono stati individuati dalla Fondazione o dalle funzioni tecniche, i seguenti ulteriori limiti o vincoli:

- il limite massimo del 30% del patrimonio per l'esposizione in strumenti azionari;
- il limite massimo del 5% del patrimonio per l'esposizione in mercati azionari dei paesi emergenti;
- il limite massimo del 5% del patrimonio per l'investimento in obbligazioni con merito di credito inferiore al livello "Investment grade";
- -Il limite massimo del 5% del patrimonio per l'investimento in obbligazioni con emittenti domiciliati nei paesi c.d. "emergenti";
- il limite massimo del 18% del patrimonio per l'esposizione in strumenti decorrelati dai mercati finanziari e nei c.d. "Beni Reali";
- il limite massimo del 10% del patrimonio per l'investimento in fondi a rendimento assoluto tra cui ad esempio i "fondi Hedge";
- il limite massimo del 6% del patrimonio per l'investimento o l'esposizione in strumenti azionari non quotati c.d. "private equity";
- il limite massimo del 6% del patrimonio per l'esposizione alle materie prime.

Nell'analisi utilizzata per l'elaborazione dell'AAS provvisoria della Fondazione sono stati analizzati i modelli principali, tra cui: building blocks, analisi delle serie storiche, APT e CAPM. Le risultanze che sono scaturite da questi modelli sono state confrontate tra loro e la conclusione è rappresentata da un portafoglio che è risultato ottimo per tutti i principali modelli presi in considerazione.

### **Procedure per la selezione degli investimenti: il Manuale**

Nella seconda parte dell'anno in corso l'Area Patrimonio, in collaborazione con la Direzione di Programmazione, Controllo e Processi, ha provveduto a redigere la versione 2.0 del "Manuale delle procedure in materia di Asset Allocation, Investimenti e Disinvestimenti", integrando la versione precedente di alcune nuove procedure, con particolare riferimento agli investimenti mobiliari.

In analogia a quanto predisposto per la precedente versione del Manuale si è proceduto nell'intento di descrivere il processo di investimento, disinvestimento e monitoraggio del patrimonio della Fondazione, nelle componenti immobiliare e mobiliare, tenendo conto della prassi interna sinora seguita, delle indicazioni provenienti dalle Autorità di Vigilanza (i "Ministeri Vigilanti": Ministero del Lavoro e della Previdenza Sociale, Ministero dell'Economia e delle Finanze, "COVIP" - Commissione di vigilanza sui fondi pensione) e prendendo in considerazione, ove opportuno e rilevante, eventuali assetti definiti in ambiti disciplinari regolanti fenomeni analoghi a quelli oggetto del Manuale.

Il Manuale prevede anche per le nuove procedure diversi livelli di verifica da parte di soggetti esterni in materia di organizzazione interna volta al presidio dei rischi, di compliance normativa, di benchmark di mercato nonché di certificazione in tema di compliance alla norma UNI EN ISO 9001: 2008.

L'obiettivo prefissato è stato quello di configurare uno strumento di lavoro finalizzato a standardizzare, in un'ottica di tracciabilità e trasparenza, le attività svolte, nonché a rappresentare un'utile guida di riferimento per tutti gli attori coinvolti nei processi descritti, sia che essi siano interni o esterni alla Fondazione.

Rimane ferma la facoltà per il Consiglio di Amministrazione di autorizzare motivate deroghe alle procedure previste nel Manuale, previa informativa al Collegio Sindacale, al Comitato di Controllo Interno e alla Funzione Qualità.

Relativamente agli **Investimenti Finanziari** è opportuno premettere che gli scostamenti dell'assestamento di bilancio 2013, rispetto al bilancio previsionale 2013 presentato un anno fa, dipendono essenzialmente dalla tempistica di attuazione del programma di investimento di 3 miliardi di euro nelle gestioni passive. Infatti, l'ipotesi dello scorso anno si basava sulla partenza piena del portafoglio entro i primi due mesi del 2013, mentre la realizzazione è avvenuta in diversi scaglioni: 1,5 miliardi di euro sono stati investiti in gennaio, 665 milioni di euro ad aprile e 835 milioni di euro a luglio.

Ciò ovviamente ha avuto impatto in termini di minori interessi maturati e dividendi staccati, sebbene tale minore voce è stata compensata dal mantenimento del portafoglio GPM attive e dei fondi, che invece si prevedeva di dismettere per finanziare i nuovi investimenti.

Il finanziamento dei nuovi investimenti è stato effettuato tramite le disponibilità di cassa generatesi nel corso dell'anno, sia dal saldo previdenziale sia dalla scadenza dei titoli obbligazionari diretti e dalla vendita dei fondi di liquidità istituzionali e dalla mancata attuazione del piano di investimento di 1 mld di euro del comparto immobiliare.

Ciò ha comportato anche la mancata realizzazione di plusvalenze latenti ipotizzata. Le plusvalenze rimangono comunque nel portafoglio e dovrebbero realizzarsi al momento della vendita dei fondi diretti e alla chiusura o trasformazione delle GPM attive.

L'esercizio di previsione della Gestione finanziaria si basa prevalentemente sui flussi derivanti da cedole e dividendi, e non anche delle plusvalenze e delle minusvalenze, sia realizzate che da valutazione, ad eccezione di:

- utili e perdite già rilevati contabilmente fino al 30 giugno 2013 derivanti principalmente dalla ordinaria attività di compravendita dei gestori delle GPM ;
- minusvalenze nel 2013 per circa 40 milioni nel portafoglio obbligazionario ex-euro considerate in termini precauzionali e stimate in base all'andamento delle obbligazioni governative USA che hanno visto i rendimenti in rialzo di circa l'1,0% e di conseguenza una discesa dei prezzi.

La circostanza che la Fondazione, in sede di Bilancio e così come previsto dai Principi Contabili, contabilizzi solo le minusvalenze da valutazione in conseguenza del criterio di valutazione del minore tra il costo di acquisto ed il valore presumibile di realizzo o di mercato alla chiusura di esercizio (non consentendo quindi la contabilizzazione delle plusvalenze da valutazione), potrà incidere significativamente sul risultato contabile della Gestione finanziaria in funzione di quanto si muoveranno i prezzi di mercato delle attività detenute sia alla rilevazione finale del 31/12/2013, sia al momento della implementazione dei nuovi investimenti e sia alla fine del 2014.

## Analisi della situazione attuale (preconsuntivo 2013)

In base alla valorizzazione di mercato al 31/08/2013 (eccetto il portafoglio strutturati che è valutato al 30/06/2013) il Portafoglio di Investimento Finanziario evidenzia la seguente situazione:

Settore di Portafoglio	In delega	Diretto	Titoli Strutturati	Altro (P.E. e Polizze)	Totale
<b>Controvalore al 30/8(in mil. Euro)</b>	<b>3.830,8</b>	<b>1.940,9</b>	<b>2.243,6</b>	<b>119,9</b>	<b>8.135,2</b>
Liquidità	28,8	26,8	0,0	0,0	55,6
Azionario	540,3	100,4	0,0	67,1	707,7
Obbligazionario Governativo	2.131,0	922,9	0,0	52,8	3.106,7
Obbligazionario Aziendale	710,0	0,0	2.243,6	0,0	2.953,6
OICR	420,7	890,9	0,0	0,0	1.311,6
<b>Distribuzione %</b>	<b>47,1%</b>	<b>23,9%</b>	<b>27,6%</b>	<b>1,5%</b>	<b>100,0%</b>
Liquidità	0,8%	1,4%			0,7%
Azionario	14,1%	5,2%		55,9%	8,7%
Obbligazionario Governativo	55,6%	47,5%		44,1%	38,2%
Obbligazionario Aziendale	18,5%				36,3%
OICR	11,0%	45,9%			16,1%
<b>Redditività% (Dividendi e Interessi)</b>	<b>1,90%</b>	<b>1,75%</b>	<b>0,46%</b>	<b>0,88%</b>	<b>1,45%</b>
Liquidità	0,0%	0,0%			0,0%
Azionario	2,7%	1,6%			2,3%
Obbligazionario Governativo	1,7%	3,2%		2,00%	2,1%
Obbligazionario Aziendale	3,1%		0,46%		1,1%
OICR	0,2%	0,5%			0,4%

Le previsioni del 2013-2014 si basano principalmente sulle seguenti ipotesi:

- una quarta fase del programma di investimento nelle gestioni passive per 1,0 miliardo di Euro entro la fine del 2013
- il completamento del programma di investimento nelle gestioni passive per ulteriori 700 milioni di Euro nel 2014
- stabilità dei prezzi di mercato rispetto alla situazione del 31/08/2013

Per quanto riguarda la redditività dei nuovi investimenti nel 2014, i portafogli in essere al 31/08/2013 presso la banca depositaria BNP (Portafoglio Delegato) e BNL (Portafoglio Diretto escluso Strutturati) sono stati caricati sul sistema Bloomberg Port ed 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.

Per quanto riguarda il complessivo investimento previsto nel 2013-2014 per ulteriori 1.700 milioni di Euro si è ipotizzato che possa essere indirizzato al portafoglio in delega di gestione secondo i pesi del portafoglio al 31/08/2013 sopra evidenziati e considerando prudenzialmente una giacenza media di capitale investito di 750 milioni di Euro.

#### 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 2014, è stato 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 31/08/13 (esclusi i mutui a ERE, ai dipendenti, agli OO.MM. e i prestiti al personale per un totale di 225 mil. di Euro rilevabili nel bilancio 2012)

<b>Settore di Attivo in milioni di Euro</b>		
Tesoreria	920	6%
Finanziario	8.135	53%
Immobiliare		
<i>(stima mercato di cui dati COVIP)</i>	6.366	41%
<i>Immobili(costo storico circa 2.100 )</i>	4.028	26%
<i>Fondi</i>	2.338	15%
<b>Totale</b>	<b>15.421</b>	<b>100%</b>



L'AAS della Fondazione 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 l'ammontare da distribuire nei diversi settori della AAS, riporta un saldo operativo positivo in crescita nei futuri esercizi in previsione dei prossimi incassi netti da settembre a dicembre:

Anno	Saldo di Esercizio
2013	+300 (4°trim)
2014	+1.137
2015	+1.246
2016	+1.379
2017	+1.501
2018	+1.626

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;
- la previsione di incassi dalle dismissioni immobiliari residenziali concordata con ERE (200 milioni nel 2014, 300 milioni all'anno nel 2015-16-17)

Anno	Saldo di Esercizio	Vendite Residenziale	Patrimonio totale	Settori di Attivo a Fine anno dopo le allocazioni della liquidità									
				Finanziario	in %	Immobiliare	in %	Agli Investimenti Finanziari	Agli Investimenti Immobiliari	Tesoreria dopo le allocazioni	in %	Tesoreria accumulata a fine anno se non si investe	in %
2013	300	0	15.721	9.135	58%	6.366	40%	1.000	0	220	1%	1.220	8%
2014	1.137	200	16.858	9.823	58%	6.748	40%	688	582	287	2%	2.237	13%
<b>2015</b>	1.246	300	18.104	10.928	60%	6.886	38%	1.105	438	290	2%	3.440	19%
2016	1.379	300	19.483	12.056	62%	6.976	36%	1.128	390	451	2%	4.751	24%
2017	1.501	300	20.984	13.206	63%	7.321	35%	1.150	645	458	2%	6.158	29%
2018	1.626	0	22.610	14.278	63%	7.972	35%	1.072	651	360	2%	7.360	33%

Tale previsione ipotizza che il miliardo di Euro di investimento da impegnare nel **Settore Immobiliare**, come previsto del resto nel piano degli investimenti 2013, sia distribuito nei prossimi 2 anni (2014-2015) con l'intento di:

- rientrare nel breve termine nel limite massimo della AAS del 40%;
- giungere gradualmente nel medio termine, ovvero entro la fine dell'attuale legislatura, nei limiti del peso centrale del 35%.

Qualora si volesse, viceversa, accelerare il rientro della peculiare asset class, nei limiti centrali previsti (35%), occorrerebbe non dar luogo ad alcun investimento immobiliare nel 2014 e limitare a 400 milioni di euro gli investimenti immobiliari nel 2015.

Tale profilo di stock include, come anticipato, la previsione di incassi dalle dismissioni immobiliari residenziali concordata con ERE:

Anno	Incasso netto (mil.)
2014	+200
2015	+300
2016	+300
2017	+300

Raggiunto l'allineamento al 35%, l'Immobiliare dovrà investire oltre 600 milioni di Euro l'anno.

Alla **Tesoreria** si è posto l'obiettivo di mantenere una giacenza media intorno al 2%, livello ritenuto congruo allo svolgimento delle normali attività operative ed istituzionali della Fondazione.

Il **Settore Finanziario** è quindi chiamato a coprire investimenti per circa 1 miliardo entro la fine del 2013 e 700 milioni di Euro nel 2014.

Si fa presente che l'investimento di 700 milioni di Euro potrà essere coperto andando a completare quanto previsto con la struttura di portafoglio dei gestori passivi proposta ed approvata dal C.d.A. nel novembre 2012.

Attualmente i mandati previsti sono stati riempiti per 3 miliardi di Euro a fronte dei 4,2-4,9 finali a regime come evidenziato nella tabella seguente:

Mandati Gestionali	Gestore	Target finali	Conferimenti effettuati
<b>Mandato 1 "Europe bilanciato":</b> Obbl. Governative, Corporate, Inflation linked ed azioni	StateStreet	1,4–1,5mld	1,015 mld
<b>Mandato 2 "Ex-Europe paesi sviluppati bilanciato"</b> Obbl. Governative, Corporate ed azioni a rischio di cambio coperto	BlackRock	1,1–1,2 mld	1,190 mld
<b>Mandato 3 "Governativo Euro specializzato"</b> Obbl. Governative ed Inflation linked	Non assegnato	0,7–0,8 mld	0
<b>Mandato 4 "Governativo ex-Euro specializzato"</b> Obbl. Governative Paesi Sviluppati ed Emergenti	Legal & General	0,5–0,6 mld	0,435 mld
<b>Mandato 5 "Azionario specializzato"</b> Azioni Paesi Sviluppati ed Emergenti	Credit Suisse	0,4–0,6 mld	0,360 mld
<b>Mandato 6 "Commodity specializzato"</b>	Non assegnato	0,1–0,2 mld	0
<b>Totale</b>	<b>4 gestori</b>	<b>4,2-4,9 mld</b>	<b>3,0 mld</b>

Inoltre per completare le potenzialità di investimento il Servizio selezionerà uno/due gestori passivi dalla griglia dei gestori ritenuti idonei, per affidare un settimo mandato che coprirà la asset class monetaria prevista nella AAS. Questo consentirà di ottenere quella flessibilità necessaria per le allocazioni tattiche nel monetario senza dover lasciare ingenti risorse infruttifere e a rischio sui conti correnti bancari.

### **La gara Risk Advisor e Investment Advisor**

La gara per il Risk Advisor sarà completata entro la fine del 2013 in modo da partire già in assetto per il 2014. Si ricorda che il Risk Advisor ha un ruolo specifico nella nuova governance dell'Ente come consulente a supporto diretto del Consiglio di Amministrazione e dell'UVIP.

Il 2014 sarà utilizzato per portare a termine la gara sull'Investment Advisor che avrà un taglio più operativo e di supporto alla selezione degli investimenti per l'Area Patrimonio.

## **L'azione legale sui Titoli Strutturati**

Nel corso del 2014 parte della struttura sarà impegnata a seguire le attività relative alla azione legale su alcuni titoli strutturati. In particolare si rileva l'importante costo di questa attività che si estenderà su più anni nella voce "spese di gestione del patrimonio mobiliare", così come classificato dalla Struttura Contabilità, Bilancio e Tributi.