

**COMMISSIONE PARLAMENTARE
DI CONTROLLO SULLE ATTIVITÀ DEGLI
ENTI GESTORI DI FORME OBBLIGATORIE
DI PREVIDENZA E ASSISTENZA SOCIALE**

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

18.

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 14 MAGGIO 2014

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **LELLO DI GIOIA**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		Audizione di rappresentanti dell'Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti (INPGI):	
Di Gioia Lello, <i>Presidente</i>	3	Di Gioia Lello, <i>Presidente</i>	3, 5, 6, 7, 8, 9
INDAGINE CONOSCITIVA SULLA FUNZIONALITÀ DEL SISTEMA PREVIDENZIALE PUBBLICO E PRIVATO, ALLA LUCE DELLA RECENTE EVOLUZIONE NORMATIVA ED ORGANIZZATIVA, ANCHE CON RIFERIMENTO ALLA STRUTTURAZIONE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE		Manetta Pietro, <i>dirigente del Servizio immobiliare</i>	4, 5, 6, 7, 8
		Serventi Longhi Paolo, <i>vicepresidente dell'Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti (INPGI)</i>	3, 5, 6, 7, 8
		ALLEGATO: Documentazione presentata dall'INPGI	11

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
LELLO DI GIOIA

La seduta comincia alle 8,15.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso.

(Così rimane stabilito).

Audizione di rappresentanti dell'Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti (INPGI).

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla funzionalità del sistema previdenziale pubblico e privato alla luce della recente evoluzione normativa e organizzativa, anche con riferimento alla strutturazione della previdenza complementare, del vicepresidente dell'Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti, Paolo Serventi Longhi, il quale ci fornirà degli elementi informativi circa le recenti vicende che hanno interessato l'Istituto.

Avverto che il vicepresidente è accompagnato dall'avvocato Pietro Manetta, dirigente del Servizio immobiliare.

Do la parola al dottor Serventi Longhi.

PAOLO SERVENTI LONGHI, *vicepresidente dell'Istituto nazionale di previdenza*

dei giornalisti (INPGI). Grazie, presidente. Abbiamo portato alla Commissione alcuni documenti, una nota sulla vicenda che ha interessato la stampa negli ultimi giorni e un documento riguardante la politica degli investimenti mobiliari e immobiliari dell'istituto, in modo da dare un quadro complessivo.

La vicenda dell'acquisizione delle quote FIP risale al 2009. L'INPGI acquista da Sopaf, che è una società per azioni che svolgeva funzioni di intermediazione finanziaria, 225 quote del Fondo Immobili Pubblici (FIP), un fondo che, come loro sanno, ha lo scopo di ottimizzare il valore e il reddito del patrimonio immobiliare pubblico.

Come abbiamo avuto modo di far presente attraverso gli ufficiali della Guardia di finanza alla Procura della Repubblica, il comportamento dell'istituto secondo la nostra versione dei fatti è stato assolutamente corretto e trasparente, gli atti assolutamente tracciabili, è stato improntato alla massima trasparenza e correttezza, e massima è la collaborazione che l'ente sta fornendo alle autorità competenti.

Mi attengo ai fatti. Come dicevo, l'INPGI ha comprato 225 quote del fondo. All'epoca il fondo FIP dava un rendimento locativo molto buono, dal 6,50 al 7,50 come media annua del rapporto canone di locazione/valore di mercato. Tuttora le quote FIP danno al 31/12/2013 un rendimento del 9,65 per cento annuo medio lordo e del 7,58 per cento al netto delle imposte.

In termini assoluti, il fondo ha generato per l'INPGI, tenuto conto di quanto sborsato (noi abbiamo comprato le 225 quote per 30 milioni di euro) e di quanto incassato al 30 aprile 2014 (quindi diamo dei

dati assolutamente recenti), una plusvalenza di 10,2 milioni di euro, pari al 34 per cento di rendimento.

La nostra valutazione è che il prezzo pagato corrispondeva a una valorizzazione unitaria delle quote pari a 133.333 euro, una valutazione assolutamente normale. Non avevamo e non abbiamo tuttora cognizione del prezzo d'acquisto da parte di Sopaf delle stesse quote, noi abbiamo fatto una valutazione rispetto ai valori di mercato.

Chiederei all'avvocato Manetta, se possibile, di entrare nel merito di questi aspetti squisitamente tecnici.

PIETRO MANETTA, *dirigente del Servizio immobiliare*. All'epoca insieme ad altri colleghi della struttura degli investimenti valutammo naturalmente questo investimento.

Questo investimento consisteva nell'acquisto di quote di questo fondo per 30 milioni di euro e, come diceva il vicepresidente Serventi Longhi, l'acquisto che noi abbiamo operato è stato sostanzialmente corrispondente a una valorizzazione di 133.333 euro a quota.

Come risulta anche agli atti della magistratura che sta svolgendo le sue indagini, verso le quali naturalmente non possiamo che avere il massimo rispetto e il massimo riserbo, il cosiddetto « sconto sul NAV », cioè lo sconto che sul mercato era praticato rispetto al valore netto di queste quote, era del 4,20 per cento.

Esaminando il valore a cui queste quote furono valorizzate in base al rendiconto al 31/12/2008, lo sconto effettivo che abbiamo potuto avere è stato complessivamente del 4,72 per cento, tenendo conto anche dei mesi di gennaio e di febbraio, del rateo di due mesi che ovviamente non faceva parte del valore della quota al 31/12/2008.

Se togliamo questi due ratei, lo sconto che l'istituto ha avuto è stato del 3,77. Parlare quindi, come si è letto anche sulla stampa, di un danno, ipotizzando una truffa ai danni delle Casse per quanto riguarda la posizione degli istituti di previdenza giornalisti di circa 7,5 milioni, pur

sempre nel massimo rispetto dell'attività degli inquirenti, oggi come ieri è cosa che non pensiamo, non comprendiamo.

Possiamo soltanto ipotizzare quale potrebbe essere il ragionamento fatto, cioè che praticamente queste quote siano state comprate da Sopaf a un prezzo di 100.000 euro facendo la differenza tra quanto è costata a noi la quota, 133.333, e 100.000 euro, che moltiplicato per le 225 quote fa circa 7,5 milioni.

Credo che sia questo il ragionamento, anche se poi dagli atti si legge che comunque Sopaf avrebbe proceduto a una liberazione di queste quote da debiti e quindi da pigni che le gravavano. Quello che possiamo dire con certezza è che non ci risulta che all'epoca girassero quote a 100.000 euro; 100.000 euro era il valore nominale delle quote con cui furono emesse nel 2005.

Queste quote hanno avuto sin da subito un valore crescente in maniera costante, poi man mano le vendite sono scese, perché sono passati già dieci anni, quindi questi immobili vengono venduti perché quel fondo ha una durata di quindici anni. Alla data in cui furono valutate avevano un valore, al netto della cedola staccata a settembre 2008, di 140.076,99 euro. Parlare di quote a 100.000 euro sarebbe stato quindi uno sconto del 30-40 per cento, che quasi neanche i fondi *retail* quotati in borsa possono vantare.

Certamente, però, la valutazione che ha fatto l'istituto sulla base del rendimento dei conti, come diceva il vicepresidente Serventi Longhi, era assolutamente importante, perché parliamo di un 7 per cento circa di rendimento locativo, e il fatto che gli anni successivi abbiano confermato che attualmente abbiamo un rendimento medio annuo (IRR) del 7,58 per cento netto, che equivale a un 9,65 per cento lordo rispetto a quanto investito, dimostrano che la valutazione fatta all'epoca dalla struttura dell'INPGI e poi adottata dagli organi d'istituto è stata assolutamente vantaggiosa sul piano economico.

Questa continua a essere vantaggiosa ed è noto che queste quote FIP hanno un buon rendimento e vengono ben conside-

rate, perché ovviamente lo Stato garantisce con il pagamento semestrale del canone di affitto il rendimento di questo fondo.

Tutto il resto è ovviamente oggetto di indagine della magistratura, allo stato non possiamo che rimetterci a quanto la magistratura accerterà, consapevoli del fatto che all'epoca quell'investimento fu valutato secondo aspettative positive che sono state ampiamente rispettate nel corso degli anni.

PAOLO SERVENTI LONGHI, *vicepresidente dell'Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti (INPGI)*. Se posso integrare, presidente, è stata per noi quindi una normale, ordinaria transazione finanziaria rispetto alla politica di investimenti dell'istituto, che ha un patrimonio a garanzia delle pensioni erogate ai nostri iscritti di oltre 2 miliardi.

Questo patrimonio (integro dal punto di vista della politica degli investimenti dell'istituto) viene gestito con una strategia che viene aggiornata ogni anno e approvata dal Consiglio di amministrazione.

Abbiamo investito in obbligazioni il 18,40 per cento del nostro patrimonio (quindi monetario, titoli di Stato, titoli di Stato mondo, mercati emergenti, *corporate* Europe e USA) e il 12,14 in azioni Europa, Usa e Pacifico. Nel resto, il 69,46 per cento, c'è anche il patrimonio immobiliare, che è un patrimonio molto consistente, con circa il 58,56 per cento del 69,46 per cento affidato agli altri.

I criteri di investimento sono leggermente mutati negli anni, nel senso che l'INPGI aveva una serie di investimenti di tipo tradizionale, soprattutto legati ai titoli di Stato e alle obbligazioni, ma abbiamo dovuto aggiornare la politica dei nostri investimenti in conseguenza della gravissima crisi finanziaria che ha colpito il Paese, con una perdita nel settore del giornalismo di oltre 2.000 posti di lavoro negli ultimi tre anni e quindi di 2.000 iscritti contribuenti al nostro istituto.

Questo ci ha indotto a cercare delle forme di investimento (sempre nell'ambito della prudenza) un pochino più coraggiose e redditizie. Non si trattava soltanto di

conservare, ma di colmare il buco finanziario che sull'I.V.S. gravava per l'espulsione di tanti giornalisti e la mancata assunzione di un corrispondente numero di giornalisti, cosa che ha causato una riduzione consistente del montante contributivo complessivo all'istituto di previdenza.

PRESIDENTE. Chiedo un chiarimento: sentendo quello che lei diceva e da quanto viene fuori da alcuni comunicati voi avreste acquistato delle quote FIP, gestite da una Sgr, Adenium, che fa direttamente capo alla società principale, la Sopaf.

PIETRO MANETTA, *dirigente del Servizio immobiliare*. Noi non abbiamo comprato delle quote di fondi gestiti da Adenium o da Sopaf: noi abbiamo comprato da Sopaf delle quote che fanno parte di un fondo, il FIP, che è gestito da Investire Immobiliare Sgr.

Investire Immobiliare Sgr fu una società di gestione del risparmio, selezionata dallo Stato nel 2004, quando il Ministero del Tesoro, al fine di reperire fondi per la finanza pubblica, decise di mettere sul mercato un valore di immobili di circa 4 miliardi.

Parliamo di quando nasce il FIP, e sono 394 immobili ad uso non residenziale occupati esclusivamente dalla Pubblica amministrazione, anche parti militari, agenzie fiscali, Ministeri. Lo Stato fece un contratto di locazione unico con l'Agenzia del demanio, per cui l'Agenzia del demanio paga il canone alla Sgr, al fondo FIP. Questo è il rendimento del fondo, il ricavato di queste locazioni.

Ovviamente, in cambio del conferimento di questi 394 immobili, il cui valore era circa 4 miliardi, lo Stato incassa 4 miliardi. Come li incassa? Per 2 miliardi attraverso un *pool* di banche, per il resto attraverso dei sottoscrittori di quote.

PRESIDENTE. Mi fa il passaggio iniziale del Sofap con il fondo immobiliare?

PIETRO MANETTA, *dirigente del Servizio immobiliare*. Sì. Quando queste quote

vengono collocate sul mercato, le comprano Generali e tanti altri soggetti istituzionali, quindi vengono comprate e scambiate anche sul mercato secondario.

Sopaf compra queste quote e nel gennaio del 2009 le offre a INPGI, che le compra al valore di 133.333, quindi compra quote di proprietà della Sopaf che erano quote di un fondo immobiliare gestito da Investire Immobiliare, che si era aggiudicato la gara per la gestione del Fondo immobili pubblici.

Una volta comprata la quota, quindi, per noi Sopaf era come quando compro un'abitazione e poi saluto il venditore, arrivederci e grazie, mentre dopo ho a che fare con Investire Immobiliare, che è il gestore del fondo e distribuisce le cedole ogni anno.

PRESIDENTE. Secondo quello che lei sta dicendo, il truffato è Investire Immobiliare.

PIETRO MANETTA, dirigente del Servizio immobiliare. No, io non so se ci sia un truffato, ma secondo le indagini i truffati sarebbero state le Casse, Investire Immobiliare gestisce il fondo e basta.

PRESIDENTE. Le chiedo scusa, lei mi sta dicendo questo: Sopaf acquista delle quote interessanti e le immette sul mercato. Le offre a INPGI come a tanti altri, il rendimento è più che accettabile, anzi forse anche superiore ai rendimenti che in quel periodo potevano circolare nel sistema e anche nel mercato secondario.

L'INPGI ritiene di fare un ottimo investimento e acquista parte di queste quote. Ovviamente poi c'è tutta una serie di operazioni fatte dalla stessa società che poi ha aumentato il valore delle quote arrivando a 100 milioni.

Il problema che io mi pongo è questo: voi avete queste quote in mano, sono quote che la società principale aveva acquistato con un certo valore e che fanno parte del FIP. Siccome voi avete acquistato queste quote che quindi sono nella vostra proprietà e sono quote del Fondo immobiliare pubblico, non si può prevedere una

truffa nei vostri riguardi per il semplice fatto che queste cedole che fanno parte del Fondo immobiliare pubblico dovranno comunque essere pagate dal Fondo immobiliare pubblico.

PIETRO MANETTA, dirigente del Servizio immobiliare. E le sta pagando, e sta dando un rendimento ottimo.

PRESIDENTE. A questo punto, non essendoci una truffa nei vostri riguardi, si dovrà verificare un'altra cosa: questi soldi, che oggi oggettivamente vengono a mancare, dove stanno, a chi fanno carico e come, essendo Fondo di investimento pubblico che dovrà pagare una certa redditività, che all'inizio avevate valutato al 13-14 per cento...

PIETRO MANETTA, dirigente del Servizio immobiliare. Come rendimento locativo era intorno al 7 per cento annuo. Era un po' sceso, perché all'inizio era del 9-10 per cento.

PRESIDENTE. Dalle quote che avete vi è ancora garantito questo rendimento?

PIETRO MANETTA, dirigente del Servizio immobiliare. Certamente, attualmente è del 7,58. Lo stacco della cedola in media è stato il 7,2 per cento, il che vuol dire praticamente che al netto della tassazione abbiamo avuto ogni anno uno stacco della cedola del 7,2 per cento, che è una cosa molto importante.

PAOLO SERVENTI LONGHI, vicepresidente dell'Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti (INPGI). Presidente, per rispondere alla sua domanda, che è centrata, in che cosa l'INPGI ha avuto una truffa, in che cosa l'INPGI ha avuto un danno economico, in che cosa l'INPGI determina un'inchiesta della magistratura che ipotizza una truffa? Non lo sappiamo.

PIETRO MANETTA, dirigente del Servizio immobiliare. Lo possiamo solo ipotizzare.

PAOLO SERVENTI LONGHI, *vicepresidente dell'Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti (INPGI)*. Non possiamo che prendere atto dell'iniziativa, abbiamo avuto cognizione dagli ufficiali di polizia giudiziaria delle ordinanze di custodia cautelare che sono state emesse nei confronti di Sopaf, si ipotizzano reati che riguardano l'INPGI.

Non possiamo che prenderne atto sperando che questa inchiesta della magistratura si concluda presto, così da capire anche noi che cosa è successo, in che cosa noi siamo coinvolti in questa vicenda, perché al momento non abbiamo alcun riscontro di aver subito un torto, un danno economico, un danno finanziario che i nostri iscritti devono sopportare, che il sistema della protezione dell'INPGI deve sopportare. Noi da queste quote abbiamo guadagnato.

PIETRO MANETTA, *dirigente del Servizio immobiliare*. Devo dire, presidente, che comunque la Sopaf è una società autorizzata a fare questo lavoro, che offriva delle quote a un prezzo e per un rendimento che i fatti hanno dimostrato essere assolutamente in linea, se non forse con uno sconto maggiore rispetto a quello praticato e che risulta dagli atti della Procura.

La truffa che ipotizza la Procura, di cui abbiamo il massimo rispetto nell'attesa del risultato delle indagini, eventualmente pronti a valutare qualunque tipo di iniziativa di carattere legale all'esito di queste, se dovesse verificarsi il reato profilato, sembrerebbe consistere nel fatto che le quote comprate a un certo prezzo sarebbero state rivendute a un prezzo nettamente superiore, con questa differenza di 7,5 milioni.

Leggendo le carte si capisce che i magistrati hanno verificato che queste quote comprate da Sopaf a loro volta erano gravate da un pegno, come quando si va a comprare un appartamento gravato da un mutuo. Se in quel caso al venditore do 100.000 euro e alla banca 50.000 per estinguere il mutuo, la casa mi è costata 150.000 euro, quindi quando vado a ri-

venderla a 160.000 euro guadagno non 60.000, ma 10.000 euro.

Non sappiamo, però, perché dalle carte non risulta, a quanto ammontasse questo debito. C'è questa valutazione secca: 100.000 euro e 133.000, come è stata venduta a INPGI. Pur riferendosi a un debito in quanto dice che erano pignorate, non c'è una quantificazione neanche ipotetica, ma solo 7,5 milioni al netto del debito che questi hanno estinto per poterle acquistare sul mercato.

Ci sarà stato certamente un margine di guadagno, come è ovvio nel lavoro che fanno e non è pensabile che potessero venderle allo stesso prezzo, hanno sostenuto dei costi, però su questo possiamo fare solo un'ipotesi. Quello che noi all'epoca abbiamo fatto è stato valutare la quota secondo i criteri del rendimento locativo.

PRESIDENTE. Quando voi avete acquistato queste quote, sul mercato vi erano altre società che le offrivano?

PIETRO MANETTA, *dirigente del Servizio immobiliare*. A noi sono state offerte solo queste, poi è chiaro che, essendo un mercato riservato a investitori qualificati...

PRESIDENTE. Lasci perdere il fatto che vi abbiano offerto solo queste. Il mercato era ampio, quindi vi era una disponibilità di quote del fondo FIP, quindi il problema non è chi ve le abbia offerte, ma che il mercato le aveva e, se volevate fare un investimento, si poteva fare anche una ricerca di mercato.

Il problema è: le quote offertevi da questa società che vi ha fatto pagare una certa somma, garantendovi quel rendimento che comunque derivava sempre dal fondo FIP, era nella disponibilità di altre società?

PIETRO MANETTA, *dirigente del Servizio immobiliare*. È chiaro, presidente, che si tratta di un mercato particolare, è un mercato riservato secondario, vengono fatte delle proposte, vengono valutate, arrivano sulla scrivania del presidente e

degli organi tante proposte, vengono valutate e vengono prese in esame quelle ritenute più redditizie.

PRESIDENTE. Avvocato, le chiedo scusa, so benissimo che è un mercato riservato, ma il problema è un altro: non è possibile che a una qualsiasi Sgr affidiate un incarico senza che la Cassa faccia ricerche di mercato serie e valuti le difficoltà che nel mondo finanziario esistono e hanno determinato situazioni precedenti.

Noi dobbiamo garantire certezza degli investimenti su società serie, e questa non era una società seria.

PAOLO SERVENTI LONGHI, vicepresidente dell'Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti (INPGI). Mi permetta, presidente, recentemente abbiamo costituito un fondo immobiliare a cui stiamo conferendo parte del patrimonio immobiliare dell'INPGI, abbiamo fatto un bando di gara europeo secondo tutti i crismi, c'è stato un vincitore nel massimo della trasparenza e della tracciabilità.

In quelle circostanze, in quella vicenda e in altre vicende di cui questa è una piccola parte, vi sono state delle transazioni finanziarie con società su diversi tipi di mercati, rispetto alle quali certamente il presidente e l'allora Consiglio di amministrazione hanno fatto delle valutazioni.

Questa valutazione che ci è stata proposta era la massima conoscibile in quel momento su questo mercato e noi abbiamo ritenuto di poterla fare, non ci è sembrato di fare nulla di particolarmente aggressivo.

PIETRO MANETTA, dirigente del Servizio immobiliare. Aggiungerei che nel documento alle ultime pagine sono indicati i rendimenti del mobiliare. Abbiamo un rendimento al 2012 del 10,5 per cento, che poi chiaramente cambia di anno in anno a seconda del mercato.

Stante invece l'aspetto immobiliare, i rendimenti e quindi la politica di investimento dell'istituto, che fa una certa valutazione di profilo tra il rischio e il rendimento, ha sempre cercato di tenere

presente un elemento importante: noi abbiamo gran parte del patrimonio immobilizzata in immobili a reddito, che oggi stanno confluendo in un fondo immobiliare, Fondo INPGI Giovanni Amendola, con gara europea per la massima trasparenza e economicità.

La gara europea è stata aggiudicata e questo fondo viene gestito con gli immobili che man mano conferiremo lì dentro. Questo consente all'istituto di avere una riserva che è prevista dalla legge, le famose cinque annualità, però il contraltare è che il rendimento di questi immobili, essendo questi prevalentemente di natura residenziale, non è molto alto. Qui leggerete del 2,95 lordo sul valore di mercato, che vuol dire 4-4,5 sul valore di bilancio.

Essendo necessaria in base ai bilanci attuariali una certa liquidità per poter eventualmente sopperire a gobbe previdenziali, l'istituto nella propria *asset allocation* ha cominciato a valutare anche operazioni che, come diceva il presidente, avessero un minimo di rischio in più, pur sempre in un'ottica prudenziale ma con rendimenti più alti.

È stato quindi scelto di fare questo investimento perché all'epoca aveva già un rendimento del 7 per cento, rispetto al 3-4 del patrimonio immobiliare, perché è vero che è un fondo, però ha natura immobiliare e quindi si va a guardare il sottostante, ed era tranquillo perché era pagato dallo Stato con il contratto di locazione dell'Agenzia del demanio.

Altri investimenti sono stati l'acquisizione del 100 per cento di quote di un fondo, il Fondo INPGI-Hines, che è gestito dalla Sgr Hines, un colosso mondiale, che ha fatto due operazioni un poco più spinte, che sono quelle di sviluppo immobiliare. Questo aspetto è molto importante perché siamo stati la prima Cassa italiana a fare un'operazione del genere, che ha tantissimi valori positivi anche sociali.

Abbiamo acquisito delle aree, una a Roma e una a Milano, oggetto di abbandono, che erano state fatte già oggetto di convenzioni urbanistiche dai rispettivi comuni di Roma di Milano affinché in luogo dell'allora sedime ferroviario di vecchie

stazioni abbandonate venissero riqualificate e quindi venissero costruiti degli immobili.

Parliamo di operazioni che conoscerete certamente, perché quella su Milano è l'operazione di Porta Nuova (non tutta naturalmente, ma una parte), dove è stata costruita una nuova area con grattacieli di cui tutta la stampa ha parlato, la nuova centralità di Milano collegata con l'alta velocità.

Su Roma lo stesso fondo ha acquisito un'area intorno a via della Lega lombarda, costituendo un complesso sia residenziale che commerciale denominato Città del sole, contribuendo a riqualificare quella zona. Alla fine sorgerà una biblioteca comunale, che come biblioteca comunale di quartiere sarà la più grande di Roma e si sarà fatta un'opera sociale di riqualificazione di un pezzo del territorio della città.

È questo l'indirizzo da intraprendere per coinvolgere le Casse nello sviluppo anche delle infrastrutture, delle zone da riqualificare.

Questo consente da una parte di avere un rendimento più alto, dall'altro di essere sempre in un'ottica prudenziale perché noi non prendiamo il rischio urbanistico, ma prendiamo solo situazioni che devono solo essere condotte a termine e liquidate. Questo consente di fare cassa e quindi di garantire quella liquidità che serve all'istituto come a tutte le Casse per poter pagare

le pensioni, fermo restando che c'è il patrimonio, che chiamo « gioielli di famiglia », che viene mantenuto, tra l'altro con un'attenzione quasi maniacale alle spese, in modo da mantenere e garantire nel tempo la qualità dell'immobile, facendo anche lì un'operazione sociale.

L'istituto è stato infatti uno dei pochi ad aver siglato contratti concordati con i sindacati degli inquilini, consentendo quindi a una vasta platea non solo di giornalisti, ma anche di soggetti terzi di avere queste case in affitto con tassi di morosità e quindi di sfratto molto bassi, garantendo però all'istituto una continuità di rendimento.

PRESIDENTE. Nel ringraziare i rappresentanti dell'Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti (INPGI), dispongo che la documentazione presentata sia allegata al resoconto stenografico della seduta odierna e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 9,10.

*IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE
DELLA CAMERA DEI DEPUTATI*

DOTT. VALENTINO FRANCONI

*Licenziato per la stampa
il 25 settembre 2014.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

PAGINA BIANCA

ALLEGATO

DOCUMENTAZIONE PRESENTATA DALL'INPGI



ISTITUTO NAZIONALE DI PREVIDENZA DEI GIORNALISTI ITALIANI
“GIOVANNI AMENDOLA”

Roma, 14 Maggio 2014

PROMEMORIA - Fondo Immobiliare “FIP”

Il FIP in sintesi

Il FIP è stato il primo fondo di investimento istituito dalla Repubblica italiana nell'ambito di un più ampio processo di valorizzazione promosso dal Ministero dell'Economia e delle Finanze attraverso la vendita, la cartolarizzazione ed il conferimento di beni immobili a fondi comuni d'investimento immobiliare.

Secondo la normativa italiana, i fondi di investimento sono degli attivi rappresentati da quote detenute da sottoscrittori e gestiti su base collettiva da società di gestione del risparmio autorizzate. I fondi immobiliari, essendo senza personalità giuridica, non sono soggetti alla normativa italiana relativa alle procedure fallimentari. Il fondo è gestito da Investire Immobiliare SGR e il regolamento del fondo è stato approvato il 16 dicembre 2004 da Banca d'Italia che monitora le attività del fondo stesso.

A fine dicembre 2004 il FIP, attraverso specifici decreti di apporto e trasferimento da parte del MEF, è diventato proprietario del Portafoglio che comprendeva inizialmente 394 immobili ad uso non residenziale, tra cui, sedi di uffici di Ministeri, Agenzie Fiscali ed Enti Previdenziali.

Il FIP ha stipulato un contratto di locazione (9+9 rinnovabile automaticamente) con l'Agenzia del Demanio che a sua volta ha reso disponibile il patrimonio immobiliare alle singole pubbliche amministrazioni utilizzatrici.

Finalità del FIP

Lo scopo principale del FIP è l'ottimizzazione del valore e del reddito a lungo termine del Portafoglio Immobiliare attraverso una efficace gestione che prevede un piano di manutenzione e successiva dismissione degli stessi. La durata del Fondo è stabilita in 15 anni.

Valorizzazione del patrimonio e delle Quote del FIP

Il gestore del Fondo ha selezionato REAG – Real Estate Advisory Group S.p.A., in qualità di esperto indipendente per effettuare le valutazioni periodiche semestrali del Portafoglio.

Motivazioni legate all'acquisto del FIP da parte dell'INPGI

Qualità del sottostante

Il portafoglio immobiliare del FIP è di elevata qualità; uno dei migliori portafogli immobiliari venduto dallo Stato Italiano. Ancora oggi uno dei pochi fondi Immobiliari per cui esiste un mercato secondario di scambi tra investitori.

Qualità del Tenant

Il portafoglio è locato a canoni di mercato, prevalentemente sulla base di contratti di locazione a medio-lungo termine corrisposti dal Demanio; il Fondo risulta pertanto caratterizzato da basso profilo di rischio e stabilità dei

flussi di cassa principalmente connessa al contratto di locazione unico stipulato con l'Agenzia del Demanio che garantisce una solvibilità certa.

Qualità dei Rendimenti

Il rendimento medio annuo (Canoni di locazione / Valore di mercato) è rimasto sostanzialmente stabile con una media di rendimento annuo intorno al 6,50 - 7,50% a cui va aggiunta la componente di rivalutazione degli immobili.

Patrimonio del Fondo e Distribuzione dei proventi

Il fondo ha anche garantito una distribuzione semestrale dei proventi dalla sua partenza e, in tempi successivi (6/2007) anche la restituzione del capitale.

Il valore netto del Fondo al 31 dicembre 2013 è pari ad Euro 1.512.978.171, mentre al 31 dicembre 2012 ammontava ad Euro 1.623.647.684. La flessione negativa è da attribuirsi principalmente alla diminuzione degli utili da vendita, oltre alla minusvalenza da valutazione del portafoglio immobiliare.

Il valore della singola quota di partecipazione del Fondo, semestralmente calcolata, è passato da Euro 118.421,387 al 30 giugno 2013 ad Euro 113.826,224 al 31 dicembre 2013 (pubblicato a marzo 2014); il valore nominale unitario all'emissione era pari a Euro 100.000.

Come previsto dall'art.16 del Regolamento del Fondo - a fronte dei disinvestimenti effettuati - la distribuzione di proventi riferiti al Rendiconto al 31 dicembre 2013, pari ad Euro 57.567.652 (Euro 4.331 pro quota), è stata associata ad un rimborso parziale di capitale, pari ad Euro 7.496.688 (Euro 564 pro quota).

INPGI - Prezzo Pagato per ogni singola Quota

Il prezzo pagato il 3 marzo 2009 dall'INPGI a Sopaf, società di investimento, per 225 quote è stato di € 30.000.000 che corrisponde ad una valorizzazione unitaria pari a €133.333,33 ; successivamente, il 16 marzo 2009 è stata incassata dall'INPGI la distribuzione del provento (975.000,00 euro lordi 780.480,00 netti) e il rimborso del capitale (75.600,00) maturati nel corso del secondo semestre del 2008.

Alla data dell'accordo con Sopaf (23 febbraio 2009) l'ultima valorizzazione ufficiale conosciuta (relativa al giugno 2008 e pubblicata a fine agosto 2008) era pari a € 140.076,99 (dedotta la distribuzione e la quota rimborso capitale pagata a settembre 2008) da cui ne deriva che lo sconto applicato era di circa il 4,81%.

Invece, alla data di perfezionamento della transazione (3 marzo 2009), la valorizzazione della quota relativa a dicembre 2008, resa nota dal gestore il 27 febbraio 2009, pari a €138.552,563 ha ridotto lo sconto applicato dal venditore al 3,77%.

Inoltre, non va trascurato il fatto che, alla data di acquisto, nel valore della quota non è stato considerato il rateo maturato, nei primi 2 mesi del 2009, del dividendo e di porzione di capitale di pertinenza della Sopaf, che corrisponde ad un ulteriore beneficio a favore dell'INPGI.

Pertanto si può concludere che, il pagamento effettuato dall'INPGI il 3 marzo di 30 milioni per la sottoscrizione delle quote ha comportato uno sconto sul prezzo di acquisto del 3,77%, al quale va aggiunto anche il rateo di dividendo maturato da inizio 2009 così valutabile:

- Sconto 4,64% composto da 3,77% + 0,87% relativo al rateo di due mesi calcolato sulla stima di rimborso capitale e dividendo maturato e pagato il 16 marzo 2009
- Sconto 4,72% composto da 3,77% + 0,96% relativo al rateo di due mesi calcolato sul valore effettivo rimborsato come capitale e dividendo maturato e pagato il 16 settembre 2009.

INPGI – Rendimenti ottenuti

Dalla data di acquisto da parte dell'Istituto, la percentuale della cedola netta (distribuzione al netto della tassazione al 20%) pagata dal Fondo è stata in media del 7,2% annuale rispetto al patrimonio investito.

Nello stesso periodo, il rimborso del capitale ricevuto è stato di circa il 2,80% annuo sempre rispetto al patrimonio investito.

Pertanto, tenuto conto dei proventi complessivamente distribuiti il rendimento medio annuale del Fondo, calcolato come Tasso Interno di Rendimento (IRR), alla data del 30 aprile 2014 e relativo all'ultima quota pubblicata (31/12/2013) è pari al 9,65% annuo lordo corrispondente ad un rendimento al netto della tassazione (20%) pari al 7,58% annuo.

Complessivamente il fondo ha generato all'ultimo rendiconto una plusvalenza di 10,2 milioni di euro pari ad un rendimento complessivo superiore al 34%.

A titolo di paragone si riporta la tabella di indicatori di rendimento degli indici Immobiliari (*) nel periodo relativo all'investimento nel fondo FIP

Indice	Cumulato	Annualizzato
Generale – Italy ISI Property Price	-4,4%	-0,9%
Residenziale – Italy ISI Property Price	-4,5%	-0,9%
Non Residenziale – Italy ISI Property Price	-3,7%	-0,8%
Uffici – Italy ISI Property Price	0,3%	0,1%
Commerciale – Italy ISI Property Price	-3,6%	-0,7%

Fonte: SCENARI IMMOBILIARI Istituto indipendente di studi e di ricerche analizza i mercati immobiliari, ed in generale, l'economia del territorio in Italia ed in Europa.



ISTITUTO NAZIONALE DI PREVIDENZA DEI GIORNALISTI ITALIANI
"GIOVANNI AMENDOLA"

INFORMAZIONI RELATIVE ALLA POLITICA DI INVESTIMENTO
ISTITUTO NAZIONALE DI PREVIDENZA DEI GIORNALISTI ITALIANI "GIOVANNI AMENDOLA"
INPGI GESTIONE AGO - 6002

1. Premessa

Il modello gestionale ed operativo adottato dal 2008 dalla Gestione Principale dell'INPGI è quello definito ad asset allocation strategica con gestione tattica a budget di rischio o a risk budgeting; tale modello è particolarmente importante nella gestione a prestazione definita, nel quale è l'Istituto che sopporta direttamente il rischio finanziario del patrimonio, ed è per cui fondamentale adottare una gestione finanziaria che ne valuti continuamente la rischiosità congiuntamente alla redditività. E' infatti utile ricordare che: perseguire un rendimento atteso contenuto riduce la rischiosità del patrimonio ma espone al rischio di non riuscire a finanziare le passività (sostenibilità); viceversa, stabilire obiettivi di redditività molto elevati riduce il rischio attuariale di solvibilità ma espone ad un crescente rischi finanziario e quindi a potenziali superiori perdite. I due elementi di rischio e rendimento sono quindi, come noto, legati indissolubilmente sia a livello strategico sia a livello tattico ed operativo; altresì la rischiosità finanziaria ed attuariale sono complementari e, anche in questo caso, indissolubilmente legate.

2. Politica di Investimento

La prima attività svolta da INPGI è stata la definizione di un obiettivo di rendimento tale da garantire l'effettiva sostenibilità. Ovvero la capacità dell'Istituto di far fronte agli impegni (passività) assunti verso gli iscritti tempo per tempo mediante le proprie disponibilità (attività) attuali e future; oltre a rispettare i livelli di patrimonializzazione stabiliti dalla normativa vigente. Detta attività si definisce di asset liabilities management (ALM, gestione delle attività e passività), nella gestione corrente si perseguirà una attività puntuale di asset liabilities matching.

Per realizzare questa prima attività INPGI e l'attuario incaricato hanno adottato il bilancio attuariale, e successivamente definito degli scenari attuariali rappresentativi delle condizioni future più probabili dell'Istituto, oltre ad individuare gli elementi che determinano maggiore sensibilità per le grandezze di interesse. Inoltre, rispetto ai parametri di legge, il patrimonio è stato valutato al valore di mercato.

Sostenibilità

Per raggiungere la sostenibilità di lungo periodo tra gli attivi e i passivi, è stato individuato un rendimento obiettivo medio annuo lordo del 5,78% ovvero 4,0% (stima) al netto dei costi e delle imposte, ad un orizzonte temporale di 10 anni. Le analisi si basano su un'ipotesi d'inflazione al 2,0%.

La definizione del rendimento obiettivo ha valutato prioritariamente il livello di “liquidità” del patrimonio dell’Istituto, l’effetto dei vincoli e la composizione (attuale e futura) del patrimonio. In altre parole si è cercato di individuare il potenziale reddituale del patrimonio in base a questi elementi ritenuti vincolanti. Gli altri temi di rilievo sono stati: il regime fiscale, la redditività attesa di alcune forme d’impiego e, solo successivamente, si è valutata la propensione/avversione al rischio di INPGI e l’efficienza.

L’individuazione delle allocazioni strategiche si è basata su tre aspetti fondamentali: i) la simulazione completa dell’andamento del patrimonio, compresi i flussi ed i deflussi di cassa, per individuare i livelli di redditività e di andamento dei rendimenti che permettessero il raggiungimento delle più alte probabilità dei vari livelli di copertura, ii) la ricerca del portafoglio più efficiente con un rendimento atteso prossimo all’obiettivo stabilito, che esprimesse i più elevati livelli di diversificazione dei fattori di rischio; iii) l’individuazione dell’allocazione più robusta, ovvero quella in grado di perseguire gli obiettivi di cui ai punti i. e ii. che precedono nel maggior numero di condizioni possibili, tale ultima attività è comunemente detta di stress testing.

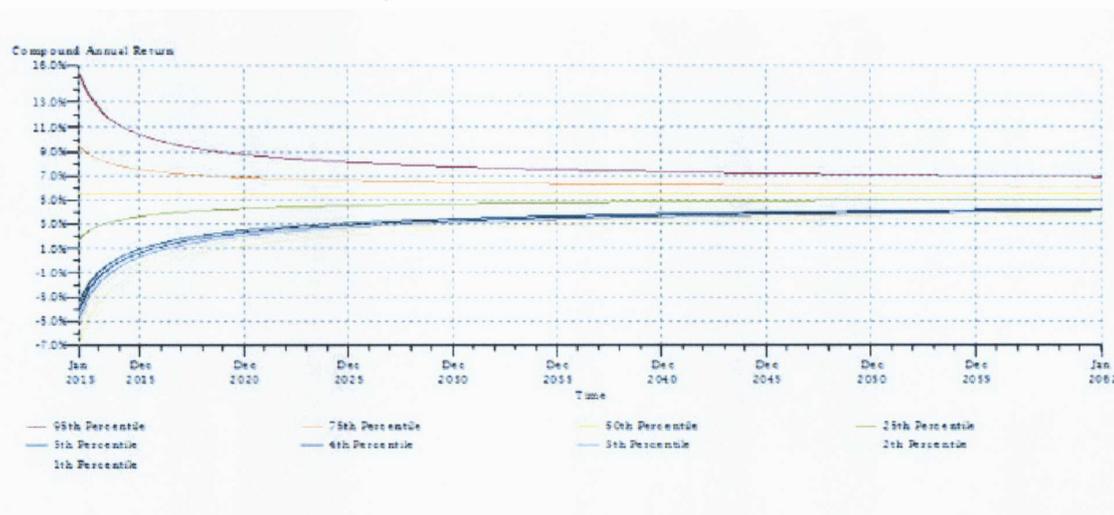


GRAFICO 1: Distribuzione di probabilità dei rendimenti medi annui per scadenze temporali dell’allocazione strategica 1. (Rend.atteso 5,78%)

	gen-13	gen-14	gen-15	gen-16	gen-17	gen-18	gen-19	gen-20	gen-21	gen-22	gen-27	gen-32	gen-37
95th Percentile	15,40%	12,44%	11,15%	10,38%	9,87%	9,49%	9,19%	8,96%	8,76%	8,59%	8,04%	7,70%	7,48%
75th Percentile	9,50%	8,34%	7,83%	7,53%	7,32%	7,17%	7,05%	6,95%	6,87%	6,81%	6,58%	6,45%	6,38%
50th Percentile	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%
25th Percentile	1,80%	2,89%	3,38%	3,67%	3,87%	4,02%	4,14%	4,23%	4,31%	4,37%	4,59%	4,72%	4,81%
5th Percentile	-3,40%	-2,89%	-2,30%	-1,89%	-1,48%	-1,02%	-0,59%	-0,19%	0,21%	0,59%	0,98%	1,37%	1,72%
4th Percentile	-3,99%	-3,49%	-2,90%	-2,49%	-2,08%	-1,65%	-1,22%	-0,82%	-0,41%	0,00%	0,39%	0,78%	1,12%
3th Percentile	-4,63%	-4,13%	-3,54%	-3,13%	-2,72%	-2,30%	-1,88%	-1,48%	-1,07%	-0,66%	-0,25%	0,16%	0,50%
2th Percentile	-5,32%	-4,82%	-4,23%	-3,82%	-3,41%	-3,00%	-2,58%	-2,18%	-1,77%	-1,36%	-0,95%	-0,54%	-0,13%
1th Percentile	-6,02%	-5,52%	-4,93%	-4,52%	-4,11%	-3,70%	-3,28%	-2,88%	-2,47%	-2,06%	-1,65%	-1,24%	-0,83%

TABELLA 2: Distribuzione di probabilità dei rendimenti medi annui per scadenze temporali dell’allocazione strategica 1. (Rend.atteso 5,78%), nei prossimi 25 anni

Il grafico 1 e, soprattutto, la tabella riassuntiva evidenziano alcune caratteristiche determinanti dell’allocazione strategica elaborata. A titolo di esempio valutiamo i risultati a 5 anni, ovvero al 2017: si rileva una probabilità inferiore al 1% (1° percentile) di registrare perdite; una probabilità del 5% di ottenere

risultati inferiori al +1,5%, ovvero una probabilità del 95% di ottenere rendimenti medi annui superiori al +1,5%. A 10 anni, orizzonte di investimento dell'allocazione, si rilevano probabilità inferiori al 1% di registrare rendimenti medi inferiori al -1,46% (da cui un rischio di perdite con probabilità inferiore al 1%), ed una probabilità del 95% di conseguire rendimenti superiori al 2,65% medio annuo lordo. In un periodo stimabile in 7-10 anni il portafoglio dovrebbe essere in grado di contenere qualunque condizione di perdita con l'eccezione di casi rari ed attualmente non prevedibili.

Più importante è valutare gli effetti dell'allocazione strategica e dei rendimenti che ne derivano sul valore del patrimonio, al fine di valutare i livelli di copertura raggiunti per vari livelli di probabilità. Per questa analisi è stata generata una stima completa dell'andamento del patrimonio in base alle analisi attuariali (contributi e prestazioni), gestionali (spese) e finanziarie (rendimenti). Gli effetti dei rendimenti sono stati simulati in base a tutti gli scenari possibili rilevabili nei valori della volatilità/rischiosità.

3. Criteri di attuazione della politica di investimento

Processo di Investimento

Il processo degli investimenti è regolato oggi, per la parte relativa all'investimento mobiliare, da un Regolamento degli Investimenti Mobiliari, approvato dal Consiglio Generale con atto n. 14 nella riunione del 26 novembre 2009, e più in generale dallo Statuto che all'art 21 disciplina le classi di attivo in cui l'Istituto può investire.

Per la parte relativa agli investimenti immobiliari è regolata da un regolamento "assegnazione alloggi"

L'Asset Allocation Strategica del patrimonio dell'Istituto viene individuata ricercando la composizione ottimale delle asset class che consenta, con un elevato livello di confidenza statistica, il raggiungimento degli obiettivi prefissati minimizzando la probabilità di ottenere livelli insufficienti su un orizzonte temporale di 10 anni. La conseguenza dell'Asset Allocation Strategica determina la caratteristica del portafoglio gestito; seguendo una logica a "building blocks" viene investito attraverso veicoli specialistici rappresentativi di ciascun benchmark.

L'allocazione strategica di lungo periodo è completata da allocazioni tattiche di breve/medio periodo che consentono al portafoglio di contrastare l'andamento volatile dei mercati finanziari.

Le operazioni di asset allocation tattica si realizzano attraverso una riallocazione del portafoglio finanziario rispetto all'allocazione strategica.

Le scelte di posizionamento di sovra o sottopeso, rispetto ai pesi neutrali, è definito dal budget di rischio specifici di ogni Asset Class.

Ripartizione Strategica

Al 31 dicembre del 2012 il patrimonio dell'Istituto era così allocato:

Gestione Principale	dic-12	AA Strategia %	Δ AAS %
Obbligazioni	18,40%	24,50%	-6,10%
Monetario	1,73%	1,00%	0,73%
Titoli di Stato area Euro	3,91%	5,50%	-1,59%
Titoli Stato Mondo ex EMU	1,85%	3,50%	-1,65%
Mercati Emergenti	2,40%	3,00%	-0,60%
Obbl. ind. inflazione	0,95%	1,00%	-0,05%
Corporate Euro	4,07%	4,00%	0,07%
Corporate USA	2,50%	4,00%	-1,50%
Corporate High Yield	0,99%	2,50%	-1,51%
Azioni	12,14%	15,00%	-2,86%
Azionario Europa	5,18%	5,00%	0,18%
Azionario USA	4,55%	4,50%	0,05%
Azionario Pacifico	0,67%	2,50%	-1,83%
Azionario Mercati Emergenti	1,74%	3,00%	-1,26%
Altro	69,46%	60,50%	8,96%
Total Return	3,27%	5,00%	-1,73%
Commodities	0,80%	3,00%	-2,20%
Private Equity	1,42%	2,50%	-1,08%
Immobili	58,56%	50,00%	8,56%
Mutui/Prestiti	5,40%		

Immobilizzazioni

I criteri di immobilizzazioni delle attività ai fini della rappresentazione di bilancio, e così come disposto dalla vigente normativa, risultano per l'Istituto:

a. Immobilizzazioni Materiali

La parte reddituale delle immobilizzazioni materiali si riferisce esclusivamente agli immobili dati in locazione, tale valore rappresenta la sommatoria del costo di acquisto di ciascun immobile risultante alla fine di ogni esercizio di bilancio.

Tale valore ha subito due rivalutazioni, la prima nel febbraio 1995 e la seconda nel mese di aprile 1998.

b. Immobilizzazioni Finanziarie

Relativamente alle immobilizzazioni finanziarie, il valore rappresentato nel bilancio dell'Istituto si riferisce alla porzione del portafoglio titoli in cui c'è la volontà di detenerlo ad uso durevole per più esercizi secondo i criteri previsti dalla normativa vigente.

All'interno di tale categoria risultano esclusivamente le seguenti tipologie: Fondi Immobiliari, Fondi di Private Equity e in misura ridotta Fondi di Fondi Hedge. Le ragioni di tale scelta risiedono nella natura stessa degli strumenti finanziari che prevedono un arco pluriennale di investimento e di costruzione di portafoglio sottostante o specifiche finalità di copertura del patrimonio.

In genere, nel rispetto della normativa in materia di perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni, nel caso in cui il valore del Fondo (investimento immobilizzato) deducibile dal rendiconto ufficiale fornito dal Gestore sia inferiore al valore di bilancio, si procede a una valutazione qualitativa (*impairment test*) del dato ricevuto per verificare la necessità della riduzione del valore di bilancio delle immobilizzazioni

materiali; le condizioni che devono sussistere per la rilevazione della perdita di valore in bilancio, sono due:

- i. determinazione di un valore recuperabile inferiore al valore contabile;
- ii. qualificazione della perdita come perdita durevole, quindi non transitoria e non facilmente reversibile;

I criteri che l'Istituto applica per assicurarsi che i propri investimenti non abbiano subito una perdita durevole di valore ovvero non siano iscritte ad un valore contabile superiore a quello recuperabile variano a seconda della tipologia dello strumento finanziario e della finalità che lo stesso ha all'interno del patrimonio complessivo.

Fondi di Private Equity

La politica d'investimento dei fondi di private equity è rivolta all'acquisizione di partecipazioni nel capitale di rischio d'impresе non quotate o di Fondi che investono in quest'ultime; si tratta di investimenti di medio termine solitamente con durata compresa tra gli 8 e i 10 anni, che per convenzione viene divisa in due fasi; un tempo di circa 4-5 anni per costruire il portafoglio sottostante (investment period) e uno successivo di 4-5 anni per generare gli utili dalla dismissione degli stessi sottostanti durante il quale il fondo procede al rimborso progressivo delle quote versate dai sottoscrittori. Viceversa, i costi connessi alla costituzione e in particolare all'attività di gestione del Fondo vengono anticipati e attribuiti sull'ammontare dell'impegno assunto da parte dell'Istituto (commitment) e non sul capitale effettivamente investito, creando di fatto cash flow negativi (*curva J*) ovviamente non imputabile alla qualità della gestione.

Per le motivazioni esposte, in assenza di eventi che possano motivare una durevole perdita di valore, durante la fase di costruzione del portafoglio è ragionevole considerare il costo storico. La strategia del Fondo di Private Equity incide notevolmente sull'ampiezza della *curva J*.

Fondi Immobiliari

La politica d'investimento dei fondi immobiliari, similmente a quella dei fondi di private equity, ha un arco temporale di gestione lungo e comprende un ampio spettro di opportunità; gli investimenti vengono distinti per tipologia e possono essere raggruppati principalmente in tre categorie:

- i. **Core** - la redditività ordinaria che proviene dal flusso locativo degli immobili è la componente principale del rendimento del patrimonio;
- ii. **Value Added** - la redditività proviene dall'insieme dei flussi locativi e dalle plusvalenze realizzate con la cessione degli immobili;
- iii. **Sviluppo Opportunistic** - la redditività proviene principalmente da plusvalenze realizzate dalla vendita degli immobili o dei progetti di sviluppo.

In generale, nel caso di valorizzazione della quota (NAV) inferiore al prezzo di carico e in assenza di eventi che possano motivare una durevole perdita di valore, al fine di valutare la situazione di difficoltà dell'investimento viene condotta un'analisi basata sulle condizioni macroeconomiche generali come il deterioramento dell'economia, l'accesso al capitale di credito e l'andamento dei mercati finanziari.

In sintesi, si analizzano tre aspetti fortemente correlati nell'attività di gestione del Fondo:

- il profilo economico del Fondo (flussi di rendimento da locazioni, vendite e/o sviluppo);
- la solidità patrimoniale e qualità degli asset sottostanti.
- il fabbisogno finanziario ed eventuali effetti di clausole di covenant in caso ricorso all'indebitamento.

Gli esercizi di stress test condotti a fronte di un possibile scenario negativo relativo all'andamento del prezzo degli immobili, dei redditi generati dalle locazioni nonché all'allungamento dei tempi di dismissione degli asset, consentono di valutare gli scostamenti dovuti alle nuove condizioni di mercato rispetto ai business plan originari e quantificare l'impatto sulla redditività futura dell'investimento.

Fondi Hedge

Con riferimento agli investimenti in Fondi Hedge, la loro caratteristica è di copertura (hedge) dell'esposizione di uno specifico rischio (risk factor) di altre attività investite dall'Istituto; ciò comporta ovviamente un disallineamento temporale tra profitti e perdite che vengono generati da entrambi gli investimenti; il valore di listino di fine esercizio dei Fondi Hedge non è rilevante per determinare una effettiva perdita di valore durevole, generalmente sono negativi in fase di mercato positivo.

Per tale ragione, gli elementi qualitativi che portano a evidenziare il carattere duraturo della perdita, sono rappresentati da un significativo ribasso con caratteristiche di persistenza temporale e l'assenza di elementi che possano far ritenere possibile un'inversione di tendenza.

Test quantitativi possono essere condotti per valutare l'efficacia della copertura generata dallo strumento adottato.

4. Modello Gestionale Adottato

Attualmente, il patrimonio dell'Istituto è investito in 17 asset class complessive, di cui 4 azionarie differenziate per area geografica, 8 obbligazionarie differenziate per area geografica e tipologia di emittente.

Gli investimenti sono suddivisi in mobiliari, alternativi e immobiliari.

Investimenti Mobiliari

Come indicazione generale, l'Istituto ritiene di perseguire per la gestione del proprio patrimonio la massima trasparenza e flessibilità attraverso una singola gestione indiretta in investimenti specialistici in OICR in grado di replicare esattamente le componenti (singoli benchmark) dell'asset allocation strategica.

La partecipazione dell'Istituto ad uno specifico comitato di investimento organizzato mensilmente dal gestore delegato, consente di condividere e definire le strategie di investimento in coerenza con gli obiettivi strategici stabiliti dal Consiglio di Amministrazione.

In questo caso le scelte d'investimento sono divise in due tipologie:

- Fondi "passivi" di tipo indicizzato per quelle asset class le cui caratteristiche di maturità dei mercati e di bassa dispersione dei rendimenti, rende più difficile generare costantemente valore attraverso la gestione attiva, con il vantaggio di ridurre i costi di gestione degli strumenti finanziari a pochi basis point.

I principali investimenti sono: Azionario Europa, USA e Giappone, Obbligazionario Governativo Euro e Inflation Linked, Governativo Globale.

- Fondi “attivi” per quelle asset class dove la qualità del gestore, orientata alla creazione di valore rispetto ai benchmark di riferimento, trova ragione di esistere e di essere remunerata con commissioni più elevate.

L'Istituto non persegue finalità speculative nella gestione dei propri attivi, l'operatività in strumenti derivati è limitata ai soli contratti forward su divisa estera con l'esclusiva finalità di copertura del rischio cambio per gli investimenti denominati in valuta diversa dall'Euro.

Investimenti Alternativi

Il portafoglio di Alternativo è rappresentato dalle seguenti classi di investimento: Fondi Hedge e Fondi di Private Equity.

Fondi Hedge

L'investimento in fondi Hedge ha subito una modifica nel corso del 2012, passando da strumenti Fondi di Fondi Hedge Multistrategy a Fondi Single Manager.

La motivazione è stata individuata nella scarsa capacità dei primi di coprire “Hedge” i rischi di mercato del portafoglio tradizionale, comportandosi di fatto come un mandato bilanciato esposto al beta dei mercati.

La nuova strategia adottata ha la finalità di ridurre gli investimenti hedge direzionali concentrandosi verso quelle strategie non correlate o negativamente correlate nei confronti del portafoglio complessivo.

La forma per gestire la nuova strategia è rappresentata da due depositi amministrati aperti presso la Banca Depositaria che ne cura l'implementazione su indicazioni di due gestori esterni.

L'obiettivo primario conferito ai due gestori è di un ritorno aggiustato per l'andamento del portafoglio finanziario complessivo considerando i fattori di rischio (azionario, tasso, corporate ecc.) già assunti dagli asset tradizionali, in modo da ridurli o neutralizzarli in fasi di mercato avverse. In forma semplificata la strategia tende a comportarsi come una protezione “hedge” da eventuali rischi di coda non gestibili da una corretta diversificazione.

Fondi di Private Equity

Il portafoglio investito in fondi di Private Equity è suddiviso in due componenti, fondi ad investimento diretto principalmente esposti all'investimento in Italia e fondi di fondi esposti ai mercati globali.

Investimenti immobiliari

La gestione della componente Immobiliare è prevalentemente gestita in forma diretta da personale dell'Istituto che ne cura il property e il facility management.

Data la particolarità della tipologia di investimenti, la gestione degli asset, relativamente a investimento e disinvestimento, sono di pertinenza del Consiglio di Amministrazione che si avvale del supporto di specifiche Commissioni.

L'INPGI, oltre alla parte d'investimenti diretti, investe indirettamente nel settore immobiliare attraverso la detenzione di quote di fondi immobiliari con l'obiettivo principale di sviluppare nuove iniziative immobiliari.

5. Compiti e responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento

La ripartizione strategica degli investimenti è determinata dal Consiglio di Amministrazione, attraverso una delibera quadro che approva, se del caso modificandola, la proposta di Asset Allocation Strategica (AAS) predisposta dal Servizio Amministrazione e Finanza (“il Servizio”). Tale delibera è assunta in concomitanza con l’approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione del bilancio tecnico predisposto dall’attuario incaricato ed è sottoposta a verifica, almeno annuale, sulla base delle revisioni della AAS predisposte dal Servizio.

Il Servizio predispone, sentito il parere del Consiglio di amministrazione e del Risk Manager, il documento sull’Asset Allocation Strategica in coerenza con il sistema di vincoli impliciti nel bilancio tecnico in termini di saldi tra entrate contributive ed uscite per prestazioni a livello annuale e mensile nonché degli eventuali altri vincoli tempo per tempo posti dagli Organi Statutari.

Il Servizio presenta una o più ipotesi di AAS, in modo da consentire poi al Consiglio di Amministrazione di scegliere il desiderato rapporto tra rischio e rendimento dell’investimento.

Il Consiglio di Amministrazione approva, eventualmente modificandola, la proposta formulata dal Servizio, in tema di indirizzi relativi alle modalità di gestione ed al numero, tipologia, dimensione e criteri di remunerazione dei mandati.

L’attività di ribilanciamento nei confronti dell’AAS è svolta con cadenza periodica dal Servizio, nei limiti di ragionevoli bande di oscillazione, definite nel documento di AAS.

Il Consiglio di Amministrazione adotta le decisioni d’investimento avendo preso visione delle memorie predisposte dal Servizio le quali devono offrire supporto tecnico alle deliberazioni del Consiglio. Nelle relazioni del Servizio deve essere dato conto del parere espresso dalla “Commissione Bilancio, Finanza Programmazione e Investimenti” e, se nominati per la selezione in oggetto, delle opinioni manifestate dagli investment advisors dell’Istituto, le cui relazioni vanno allegare alle memorie del Servizio.

Il Presidente, ove lo ritenga opportuno, nomina un Comitato Tecnico presieduto dallo stesso e composto da esperti che rimangono in carica non oltre la durata del mandato nel quale sono stati nominati. Il Comitato Tecnico esprime pareri sull’intero processo degli investimenti. Il Presidente relaziona al Consiglio di Amministrazione in merito.

La composizione degli investimenti di cui alla AAS può essere modificata al fine di tutelare il patrimonio, in presenza di sostanziali e potenzialmente durevoli cambiamenti negativi nelle condizioni di mercato, sulla base di motivate argomentazioni fornite dal Comitato tecnico, ove nominato, e/o dal Risk Manager, con delibere adottate dal Presidente con carattere di urgenza, sentito almeno il Presidente della “Commissione Bilancio, Finanza, Programmazione e Investimenti”, anche in deroga al procedimento di cui al presente articolo. Le relative delibere presidenziali saranno sottoposte a ratifica del Consiglio di amministrazione.

Soggetti Esterni

a) Risk Manager

L’Inpgi si avvale per la definizione dell’Asset Allocation Strategica e per il controllo del rischio complessivo del patrimonio dell’Istituto, della collaborazione di un Risk Manager esterno (Mangusta Risk) i cui principali compiti riguardano la definizione di:

- i. Asset Allocation Strategica e Tattica: analisi e condivisione della distribuzione nelle diverse classi di investimento (AAS e AAT) e di rischio (RAS e RAT); analisi del rischio rispetto alle passività (ALM);
- ii. Analisi, valutazione e contribuzione della performance finanziaria;
- iii. Analisi, misurazione e contribuzione del rischio;
- iv. Attività di supporto degli organi interni all'Istituto, Consiglio di Amministrazione e alla Direzione Finanza nelle analisi e valutazioni dei rischi del portafoglio.

La selezione è soggetta alle regole degli appalti pubblici ai sensi del D.Lgs 163/2006. L'aggiudicazione avviene con il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa, ai sensi dell'art. 83. Le offerte sono esaminate da una commissione giudicatrice, appositamente nominata, sulla base di elementi e parametri di ponderazione dettagliatamente specificati (art. 84 del D.Lgs 163/2006).

Una nuova selezione è stata avviata nel corso del 2013, il cui esito ha visto nuovamente ricadere la scelta sulla società Mangusta Risk anche per il prossimo triennio con decorrenza 30 settembre 2013.

L'ammontare della relativa remunerazione di Mangusta Risk nel 2012 è di Euro 104.130 + IVA.

L'ammontare complessivo per le due Gestioni - AGO e Separata - è di Euro 113.333 + IVA.

b) Attuario

L'Inpgi si avvale di una consulenza tecnico-finanziaria per lo svolgimento delle attività di valutazione integrata del rischio finanziario e previdenziale e l'analisi dello stesso per il potenziale supporto ai processi decisionali dell'INPGI; L'attività prevede lo svolgimento di attività connesse alle seguenti aree:

- i. Supporto ed Assistenza all'attività di Asset Allocation dell'Istituto finalizzato ad ottimizzare il processo di AAS (Asset Allocation Strategica) al fine di consentire una gestione integrata del rischio attivo e passivo tramite il supporto dell'Istituto stesso e dell'Advisor preposto all'AAS e più dettagliatamente,
- ii. Assistenza continua dell'Istituto e dei vertici istituzionali sia su tematiche tecniche attuariali che nell'interlocuzione con gli Organismi di Vigilanza.

Per la selezione di tale incarico è stato richiesto di presentare apposite proposte economiche a tre diversi studi professionali; l'aggiudicazione avviene con il criterio dell'offerta più vantaggiosa.

L'ammontare della relativa remunerazione nel 2012 del Prof. Micocci è di Euro 21.000 + IVA.

L'ammontare complessivo per le due Gestioni - AGO e Separata - è di Euro 30.000 + IVA.

Lo Studio del Prof Micocci fornisce in aggiunta assistenza all'Istituto per il monitoraggio costante del rischio tecnico-previdenziale non direttamente riconducibile alla gestione del patrimonio, oggetto di contratto separato.

c) Banca Depositaria

L'Inpgi si avvale di BNP Paribas Securitruies Services come banca custode globale di tutto il patrimonio dell'Istituto. Il servizio è finalizzato all'espletamento dell'incarico attraverso le seguenti prestazioni:

- i. custodire le risorse che compongono i mandati e gli investimenti diretti dell'Istituto;
- ii. gestire l'attività di esecuzione degli ordini dei Gestori Finanziari o degli uffici interni;
- iii. regolare le operazioni disposte dall'Istituto ovvero dal Gestore incaricato;
- iv. gestire il collegamento telematico con l'Istituto e con i Gestori tramite "remote banking";

- v. valorizzare gli asset gestiti su base settimanale e ogni fine mese;
- vi. adempiere agli obblighi fiscali in carico all'Istituto;
- vii. controllare che l'attività svolta dai gestori sia conforme al Regolamento, nonché agli eventuali ulteriori vincoli e limiti di investimento a cui i Gestori devono attenersi;
- viii. gestire, su base settimanale, il sistema dei flussi operativi attraverso il sistema contabile attualmente adottato da Inpgi (sistema operativo Sofia).

La selezione è stata condotta in analogia alle regole degli appalti pubblici ai sensi del D.Lgs 163/2006. L'aggiudicazione è avvenuta con il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa, ai sensi dell'art. 83. Le offerte sono esaminate da una commissione giudicatrice, appositamente nominata, sulla base di elementi e parametri di ponderazione dettagliatamente specificati (art. 84 del D.Lgs 163/2006). L'ammontare della relativa remunerazione di BNP Paribas Securituiues Services è articolato in diverse voci e servizi, la più rappresentativa è riferita alla custodia degli strumenti finanziari, e fissata in 0,0165% del patrimonio complessivo. Di seguito viene fornita la tabella complessiva relativa alle diverse voci di costo applicate al contratto di Banca Depositaria da BNP Paribas:

Tipologia	Specifico servizio	prezzo offerto
Custodia, sub-custodia e amministrazione	Titoli con regolamento Italia	0,0020%
	Titoli con regolamento Europa, Nord America (USA e Canada) e Giappone	0,0030%
	Mercati emergenti dei seguenti Paesi: Brasile, Repubblica Ceca, Paesi Nord Europa, Hong Kong, Ungheria, Sud Corea, Malesia, Messico, Nuova Zelanda, Australia, Filippine, Polonia, Singapore, Sud Africa, Taiwan, Turchia	0,0200%
	Clearstream (Obbligazioni Internazionali)	0,0020%
	OICR armonizzati/OICR armonizzati/OICR armonizzati/OICR armonizzati	0,0050%
	OICR non-armonizzati/OICR non-armonizzati/OICR non-armonizzati	0,0050%
Regolamento	Titoli con regolamento Italia	€ 1,40
	Titoli con regolamento Europa, Nord America (USA e Canada) e Giappone	€ 3,00
	Clearstream (Obbligazioni Internazionali)	€ 2,00
	Mercati emergenti dei seguenti Paesi: Brasile, Repubblica Ceca, Paesi Nord Europa, Hong Kong, Ungheria, Sud Corea, Malesia, Messico, Nuova Zelanda, Australia, Filippine, Polonia, Singapore, Sud Africa, Taiwan, Turchia	€ 4,00
	OICR armonizzati	€ 5,00
	OICR non-armonizzati	€ 100,00
Depositaria	Valorizzazione indipendente del servizio e controllo dei limiti; interfaccia con il sistema contabile INPGI	0,0160%
Bonifici (servizi di pagamento)	Euro	€ 0,60
	Altre valute	€ 2,00

d) Gestori

Per quanto riguarda il processo di selezione e valutazione degli investimenti o dei gestori, l'Istituto segue il seguente processo:

Concluso l'iter autorizzativo descritto al punto 5 - selezione nuovo gestore, rivisitazione asset class, nuova strategia ecc. - il processo di selezione viene sempre svolto dalla Direzione Amministrazione e Finanza, la quale può chiedere alla Commissione Bilancio, Finanza Programmazione e Investimenti di farsi affiancare da un Investment Advisor esterno per la particolare ricerca.

L'intero processo viene svolto in parallelo dalle due entità e successivamente, attraverso un contraddittorio, se ne valutano i pro e i contro e i punti di contatto di ogni analisi.

L'esito finale è una short list unica che verrà esaminata dalla Commissione Bilancio, Finanza Programmazione e Investimenti per un parere prima di inviare la documentazione al Consiglio di Amministrazione per l'approvazione.

In linea di massima nella selezione di fondi passivi vengono privilegiate le verifiche ex ante sulla effettiva capacità del gestore del fondo di replicare l'indice di riferimento, enfasi ed attenzione viene posta a tutta l'attività di risk management e di controlli interni sul processo operativo e legale della gestione dei rischi di controparte (es prestito titoli o replica non fisica).

In merito alle gestioni attive, l'investimento è preceduto da un'adeguata valutazione del processo di investimento oltre che dei risultati ottenuti in passato dalla solidità e dalla leadership della società di gestione nella specifica asset class in grado di attrarre nel tempo sempre i migliori gestori.

Relativamente alle gestioni alternative, oltre ad applicare le analisi precedenti, viene valutata la coerenza della struttura dei costi degli strumenti individuati rispetto all'effettivo valore per la gestione nel suo complesso. Inoltre, l'accesso alle informazioni sulle strategie, i rischi connessi, la liquidabilità ed eventuali periodi di permanenza obbligata nell'investimento (lock-up period) rappresentano elementi essenziali nel processo selettivo.

A completare la valutazione interviene, ma solo nella fase finale, il Risk Manager in merito all'adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo di rischio complessivo del portafoglio, come descritto al successivo punto "Pre-analisi degli investimenti".

Per la gestione del portafoglio in fondi è stata selezionata nel corso del 2009 Duemme SGR; per lo svolgimento di tale incarico è prevista una commissione di gestione nella misura indicata di seguito:

Patrimonio Complessivo in gestione - AGO e GS (in milioni di euro)	Commissione fissa annua
da 100 a 400	0,03%
da 400 a 500	0,02%
oltre 500	0,01%

La commissione è calcolata per scaglioni sul "Patrimonio complessivo in gestione" sommando le due gestioni dell'Istituto - Gestione AGO e Gestione Separata - e pagata trimestralmente, dal 2013 tale commissione è soggetta ad IVA; non sono previste commissioni di performance.

e) Investment Advisor

Per quanto riguarda il processo di selezione degli investimenti o dei gestori, il Consiglio di Amministrazione, ove lo ritenga giustificato dalla complessità dell'asset class, su proposta del Servizio e tenuto conto del parere espresso dalla "Commissione Bilancio, Finanza Programmazione e Investimenti" autorizza la selezione di un Investment Advisor come supporto tecnico.

Nel biennio 3/2011 - 3/2013 l'Istituto si è avvalso della collaborazione della società CI SpA per la selezione e il monitoraggio degli investimenti alternativi quali Fondi di Private Equity, Fondi Hedge e Fondi Immobiliari.

L'ammontare della relativa remunerazione di CI SpA nel 2012 è di Euro 78.525 + IVA.

L'ammontare complessivo per le due Gestioni - AGO e Separata - è di Euro 90.000 + IVA.

Il contratto è scaduto a Marzo 2013.

L'attività di "monitoraggio degli investimenti alternativi", valutata complessivamente per le due Gestioni 45.000 Euro +IVA è stata aggregata alla nuova selezione del Risk Manager per il 2013 descritta al punto a).

6. Controllo della gestione finanziaria

I soggetti coinvolti nella predisposizione degli strumenti per il monitoraggio sono il Risk Manager e la Banca Depositaria e, relativamente al periodo 3/2011 – 3/2013, anche l'Investment Advisor il cui compito specifico consisteva nella misurazione, analisi e valutazione delle strategie di investimento alternative quali Fondi di Private Equity, Fondi Hedge e Fondi Immobiliari.

Il Servizio Amministrazione e Finanza utilizza i report prodotti e ne controlla i dati, segnalando alla "Commissione Bilancio, Finanza Programmazione e Investimenti" i risultati e predispone a sua volta un report riassuntivo evidenziando situazioni positive e criticità.

La Commissione valuta i documenti prodotti e, se necessario, richiede ulteriori approfondimenti; successivamente informa il Consiglio di Amministrazione per le eventuali azioni.

Attraverso il controllo del proprio patrimonio finanziario, l'Istituto si propone di:

- i. ottenere un costante ed efficiente monitoraggio del rischio dei propri investimenti in portafoglio;
- ii. verificare l'aderenza del portafoglio alla AAS;
- iii. misurare la redditività del proprio portafoglio;
- iv. sviluppare un efficace modello di valutazione delle performance, dei gestori e dei singoli prodotti in portafoglio e di analisi dei rendimenti degli investimenti;
- v. verificare la coerenza della AAS con la struttura ALM dell'Istituto.

Banca depositaria

Svolge il controllo nei confronti dei gestori delegati in merito al quadro normativo di riferimento ed ai vincoli e limiti di investimento cui tutti i gestori devono attenersi, oltre a limiti specifici per singolo mandato

La Banca giornalmente controlla ex post i limiti sia delle attività gestite direttamente dall'Istituto che del singolo Gestore secondo le modalità operative concordate.

In caso di mancato rispetto dei limiti e dei vincoli le operazioni devono essere segnalate in un report, da inviare secondo le modalità definite all'Inpgi e al Gestore coinvolto.

Predisporre i flussi telematici settimanali della composizione dei portafogli e di tutti gli strumenti finanziari in custodia. Il sistema contabile dell'Istituto e della banca depositaria è il medesimo ("Sofia").

Risk Manager

Analisi della performance finanziaria

Il Risk Manager misura la performance e il rischio sottoscritto, assoluto e relativo del portafoglio di investimento nel suo complesso, nei comparti definiti della AAS, per tipologia e per singoli prodotti.

Oltre ai consueti incontri informali con la Direzione Amministrazione e Finanza, il Risk Manager è coinvolto in almeno 12 incontri annuali per la discussione e la consegna dei reports mensili relativi alle misurazioni, analisi, verifiche e valutazioni.

A titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, nello svolgimento delle prestazioni previste nella presente sezione, il Risk Manager esegue, con cadenza mensile, le seguenti attività:

- a) misurazione, analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza, dei costi del portafoglio complessivo dell'Istituto;
- b) misurazione, analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza, dei costi e della strategia di investimento delle gestioni esterne;
- c) misurazione, analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza, dei costi e della strategia di investimento degli OICR investiti;
- d) misurazione, analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza, dei costi e della strategia di investimento della gestione diretta del patrimonio, con particolare riferimento agli investimenti di Private Equity;
- e) misurazione, analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza dei portafogli aggregati in classi/comparti di investimento (quelli della AAS) e categorie di prodotti (fondi, gestioni, investimenti diretti);
- f) analisi di attribuzione delle performance (*performance attribution*) per ciascun mandato, per la gestione diretta e per ciascun portafoglio aggregato in classi/comparti di investimento;
- g) verifica del rapporto tra gli obiettivi raggiunti da ogni gestore e il suo specifico obiettivo di rendimento.

Analisi del rischio del portafoglio

Il Risk Manager misura il rischio complessivo del portafoglio, di aggregati dello stesso (comparti e/o tipologie di prodotti) fino al singolo investimento tramite l'identificazione e la quantificazione dei fattori di rischio scomposto per classe di attivo, classe di rischio e per singolo investimento.

In particolare a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo il Risk Manager fornisce un report, con cadenza mensile, delle seguenti attività:

- analisi del Value at Risk su diversi orizzonti temporali e su diversi livelli di confidenza;
- analisi dell' Expected Shortfall su diversi orizzonti temporali e su diversi livelli di confidenza;
- Marginal VAR su diversi orizzonti temporali e su diversi livelli di confidenza;
- stima del rischio illiquidità;
- quantificazione dell'esposizione ai singoli fattori di rischio con relativa evoluzione temporale ;
- altri opportuni indicatori di rischio (per esempio downside risk, max drawdown, semideviazione standard, beta, indici di concentrazione, etc.);

- scenario analysis, stress testing.

Pre-analisi degli investimenti

Il Risk Manager fornisce una valutazione della rischiosità degli investimenti in fase di selezione, In particolare a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, il Risk Manager compiere con frequenza definita da ogni singolo investimento:

- analisi di sensitività del portafoglio all'introduzione dell'investimento nella gestione;
- scenario analysis, stress testing;
- eventuale risk management due diligence presso la sede del gestore.

Portafoglio Investimenti alternativi

Il Risk Manager svolge una analisi e una valutazione degli investimenti alternativi con particolare riferimento alle strategie di Hedge Fund e Private Equity:

- individuazione dell'Asset Allocation (per strategie di investimento) del portafoglio complessivo degli investimenti alternativi e confronto con l'Asset Allocation dell'indice di riferimento;
- matrice di correlazione dei fondi alternativi presenti in portafoglio;
- analisi quantitativa (analisi di redditività, di rischiosità, di efficienza, di correlazione con i principali indici dei mercati tradizionali) del portafoglio alternativo;
- Analisi qualitativa degli investimenti alternativi e partecipazione agli incontri periodici con i gestori dei fondi di Private Equity, con i Fondi Hedge e con i gestori dei mandati in Hedge Fund.

Portafoglio investimenti immobiliari indiretti e diretti

- analisi della diversificazione/concentrazione per regioni geografiche, settori e valute;
- analisi di sensitività del portafoglio al variare dei fattori di rischio;
- scenario analysis, stress testing;

7. Risultato della gestione finanziaria del 2012

Da un punto di vista contabile, la gestione patrimoniale dell'Istituto si chiude con un avanzo di circa 50 milioni di euro, inferiore all'anno precedente per 15 milioni di euro per effetto soprattutto dei maggiori oneri fiscali sia riguardo la gestione degli immobili (IMU) che la gestione del portafoglio titoli (Capital Gain).

GESTIONE IMMOBILIARE

Anche nel corso del 2012, la fonte di maggiori entrate del patrimonio immobiliare è legata ai canoni di locazione che ammontano a oltre 35 milioni di euro, in aumento rispetto all'anno precedente per il 5%. Tale crescita, nonostante la crisi immobiliare in atto, è riconducibile sia agli affitti ad uso commerciale che ad uso abitativo.

Per quanto riguarda la componente ad uso commerciale, va rilevato che l'incremento dei ricavi è dovuto per la gran parte all'entrata a regime del canone di locazione di un importante immobile romano, precedentemente soggetto a canone scaglionato a causa di lavori di ristrutturazione a carico del locatario.

Va tuttavia evidenziato che, in virtù della crisi economica in atto, nel corso dell'esercizio si sono verificate diverse recessioni contrattuali da parte di piccole aziende.

Con riferimento all'uso abitativo, l'incremento dei ricavi rilevato è da attribuire alla stipula di nuovi contratti a canoni di mercato aggiornati.

Dal lato dei costi sostenuti si rilevano maggiori spese da attribuire prevalentemente ai maggiori oneri fiscali derivante dall'applicazione della nuova imposta IMU che ha determinato un impatto fiscale più che raddoppiato rispetto alla precedente imposta ICI per effetto dei nuovi parametri di determinazione.

Da un punto di vista finanziario, l'investimento immobiliare ha generato una redditività lorda sul valore di mercato del patrimonio del 2,95%.

GESTIONE MOBILIARE

Il 2012 è stato un ottimo anno per gli investimenti finanziari; pur permanendo una debolezza del contesto internazionale, in particolare nell'area dell'euro, le tensioni sui mercati finanziari si sono progressivamente allentate.

L'intervento costante delle banche centrali ha ridotto il pericolo di rischi estremi, ma non ha ancora fornito una soluzione alla questione della crescita economica, che in molti paesi è ancora negativa.

I mercati obbligazionari, nonostante una significativa volatilità, hanno offerto una performance rilevante dall'inizio della crisi; le chiavi di questa performance sono state la riduzione del rischio di default e fattori tecnici nei mercati del reddito fisso – entrambe determinate dall'intervento delle autorità monetarie.

Tra i fondi obbligazionari in cui il portafoglio dell'Istituto è investito, i migliori ritorni sono stati forniti da investimenti Corporate High Yield (18,8%) e dal Debito dei Mercati Emergenti (+18%), importante è stato anche il ritorno ottenuto dai fondi Europei legati all'Inflazione (+16,4%), dai fondi corporate bond europei e globali (+15,4%); nel comparto dei fondi governativi l'Europa si è ben comportata (+10%), negativo invece è stato il ritorno degli investimenti governativi globali ex euro.

I mercati azionari globali hanno registrato nel 2012 una performance positiva (16% in valuta locale), tuttavia, differenze si notano nelle diverse aree geografiche; i fondi investiti nei mercati emergenti ed i paesi asiatici hanno generato i migliori ritorni (oltre il 20%) mentre inferiori sono state le performance europee e statunitensi (+16% - 17%), fanalino di coda il mercato giapponese che tuttavia ha terminato l'anno in maniera positiva (+9,3%).

A dimostrazione del capovolgimento dei rendimenti nel 2012 rispetto all'anno precedente, le materie prime, incluso petrolio e oro, sono state tra i peggiori investimenti poiché molto sensibili sia al ciclo economico sia alle attese di crescita globale.

In questo contesto economico e finanziario, la politica degli investimenti dell'Istituto, basata su un asset allocation strategica ottimamente diversificata, ha permesso di ottenere risultati molto positivi rispetto all'esercizio precedente.

Gli investimenti mobiliari dell'Istituto alla fine dell'anno presentano un valore di mercato complessivo pari a 833 milioni di euro e sono composti, per la gran parte, da titoli rappresentati da quote di fondi comuni d'investimento, comprese quote di fondi di hedge, fondi immobiliari e fondi private equity.

Da un punto di vista finanziario il portafoglio mobiliare ha complessivamente avuto una performance positiva pari al 10,5%.

Dal lato contabile, il risultato del portafoglio ha registrato un saldo positivo di circa 80 milioni di euro, che rapportato alla giacenza media, ha determinato un rendimento netto contabile del 10,28% contro quello dell'anno precedente pari al 3,14%.

Il risultato contabile economico di bilancio è stato di 25,2 milioni di euro in aumento rispetto all'esercizio precedente.

Si tenga inoltre conto che alla fine dell'anno sono state rilevate plusvalenze implicite nette per 52,4 milioni di euro.

Le decisioni operative sul portafoglio sono state adottate in coerenza con le linee di ripartizione strategica dell'investimento derivanti dall'asset allocation strategica approvata.

Tra gli oneri finanziari della gestione mobiliare, va evidenziato il dato relativo all'imposta sul capital gain determinata sulla base del risultato ottenuto dal portafoglio titoli per oltre 16 milioni di euro.

GESTIONE FINANZIAMENTI AGLI ISCRITTI

Conclude la componente di patrimonio dell'Istituto in gestione, l'attività riguardante la concessione di mutui ipotecari e prestiti agli iscritti ed ai dipendenti dell'Istituto.

Gli interessi attivi sulla concessione dei mutui ipotecari ammontano a 3,8 milioni di euro in aumento rispetto allo scorso esercizio (+0,5 milioni) mentre quelli sulla concessione dei prestiti ammontano a 2,2 milioni in linea con l'esercizio precedente.

Relativamente alla redditività della gestione dei finanziamenti, si segnala che nell'esercizio in esame il rendimento lordo (Interessi/Capitale gestito) è risultato pari al 5,4% contro quello dell'anno precedente pari al 5,5%. Il rendimento netto (Risultato economico netto/Capitale gestito) è risultato pari al 4% contro quello dell'anno precedente pari al 4,1%.



ISTITUTO NAZIONALE DI PREVIDENZA DEI GIORNALISTI ITALIANI
"GIOVANNI AMENDOLA"

INFORMAZIONI RELATIVE ALLA POLITICA DI INVESTIMENTO
ISTITUTO NAZIONALE DI PREVIDENZA DEI GIORNALISTI ITALIANI "GIOVANNI AMENDOLA"
INPGI – GESTIONE SEPARATA - 60021

1. Premessa

Il modello gestionale ed operativo adottato dal 2008 dalla Gestione Separata di INPGI è quello definito ad asset allocation strategica con gestione a budget di rischio o a risk budgeting. Tale modello costituisce l'attuale stato dell'arte e la best practice internazionale per i Fondi Pensione. Notiamo inoltre che detto modello è particolarmente importante nelle gestioni assimilabili al sistema a capitalizzazione nelle quali è l'iscritto che sopporta direttamente il rischio finanziario della propria posizione previdenziale, ed è per cui fondamentale gestire il patrimonio valutandone continuamente la sua rischiosità che individua quella delle singole posizioni degli iscritti.

2. Politica di Investimento

Le analisi e le stime attuariali predisposte hanno consentito di valutare: l'andamento dei flussi di cassa, il valore del patrimonio e l'orizzonte temporale del processo di investimento. Il regime a capitalizzazione non espone l'Istituto a problemi di sostenibilità in quanto la voce variabile, del sistema contributi/prestazioni, sono le prestazioni (da cui la definizione a contribuzione definita), non è stato quindi necessario individuare dei livelli di redditività del patrimonio che consentano di raggiungere livelli di copertura prefissati. Peraltro il tema dell'adeguatezza delle prestazioni è stato affrontato ad un livello che riteniamo degno di ulteriori approfondimenti, soprattutto di carattere politico di indirizzo.

Le attività ed i passi attuati da INPGI per la gestione separata seguono l'obiettivo prioritario di ottenere una gestione finanziaria in grado di sostenere l'erogazione di prestazioni "adeguate". Seppure è importante notare che tale livello di "adeguatezza" dovrebbe essere determinato in maniera formale, in quanto costituisce l'obiettivo prioritario della gestione, a tutt'oggi non è stato ancora individuato puntualmente. Altresì si vogliono individuare eventuali aree di miglioramento, oltre alla possibile introduzione di nuovi modelli gestionali, operativi e di controllo della gestione finanziaria.

Adeguatezza e Sostenibilità

Per raggiungere l'adeguatezza e la sostenibilità è stato individuato un rendimento obiettivo del 5,50%-5,70% medio annuo lordo di costi ed imposte (ed inflazione), stimabile in un rendimento del 4,00% al netto dei costi e delle imposte (sempre al lordo dell'inflazione), ad un orizzonte temporale di 5 anni; confermando quindi il livello obiettivo stabilito nel 2008 ed oggi in uso. Tale livello è stato individuato in base a: la stima prudenziale della variazione media quinquennale del PIL nominale, le indicazioni fornite

dall'Istituto e dalla avversione al rischio di INPGI; ed è quella ipotizzabile per gli Iscritti. Riteniamo tuttavia che un ulteriore approfondimento sul livello di rendimento obiettivo (o avversione al rischio) della Gestione Separata debba essere fatto e possa essere utile.

L'individuazione dell'allocazione strategica (AAS) finale si è basata su due aspetti fondamentali: la ricerca del portafoglio più efficiente con un rendimento atteso prossimo all'obiettivo stabilito, ovvero il portafoglio meno rischioso con un rendimento atteso pari all'obiettivo e il mantenimento dei rendimenti in base all'orizzonte temporale individuato e soprattutto in prossimità dell'uscita delle coorti più numerose di iscritti. Si è poi proceduto ad un'attività di collaudo del portafoglio (cd. stress testing) seppure stante la sua bassa rischiosità tale attività è meno determinate.

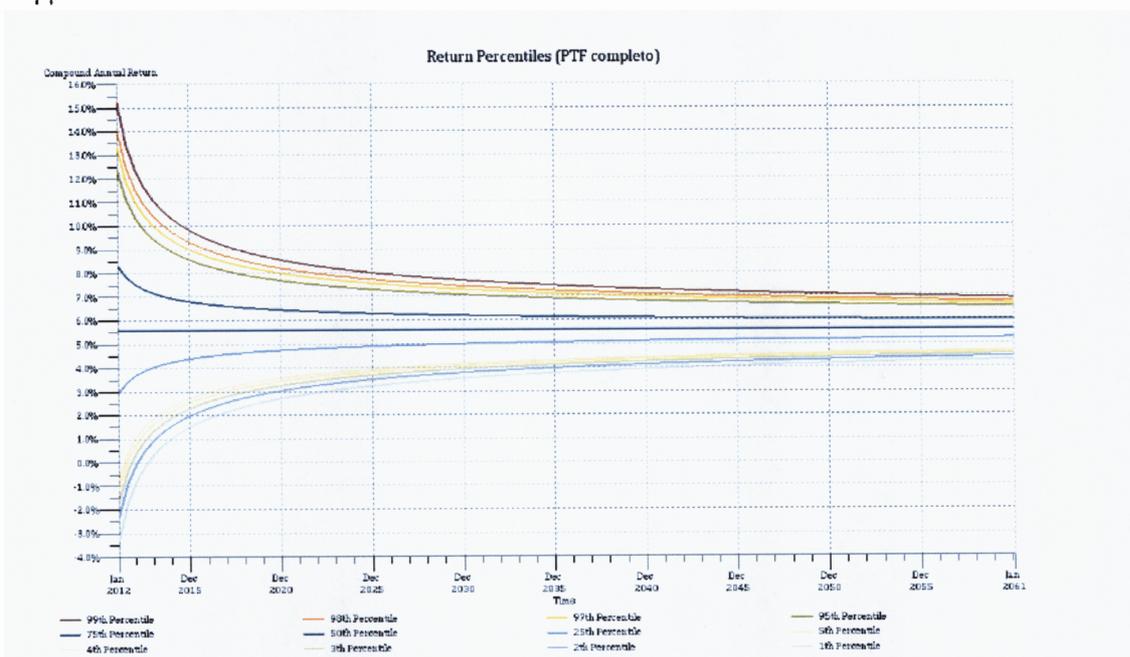


GRAFICO 1: Distribuzione di probabilità dei rendimenti medi annui per scadenze temporali dell'allocazione strategica

	gen-12	gen-14	gen-16	gen-18	gen-20	gen-22	gen-24	gen-26	gen-28	gen-30	gen-32	gen-34	gen-36	gen-38	gen-40	gen-42	gen-44	gen-46	gen-48	gen-50	gen-52	gen-54	gen-56	gen-58	gen-60	gen-61	
99th Percentile	15,55%	11,81%	10,39%	8,96%	8,36%	8,00%	7,75%	7,55%	7,42%	7,30%	7,25%	7,20%	7,18%	7,17%	7,16%	7,15%	7,14%	7,13%	7,12%	7,11%	7,10%	7,09%	7,08%	7,07%	7,06%	7,05%	7,04%
98th Percentile	15,22%	11,67%	9,94%	8,55%	8,04%	7,73%	7,50%	7,34%	7,21%	7,11%	7,05%	7,00%	6,97%	6,95%	6,94%	6,93%	6,92%	6,91%	6,90%	6,89%	6,88%	6,87%	6,86%	6,85%	6,84%	6,83%	6,82%
97th Percentile	14,36%	10,60%	9,47%	8,14%	7,64%	7,34%	7,12%	7,00%	6,90%	6,82%	6,75%	6,70%	6,67%	6,66%	6,65%	6,64%	6,63%	6,62%	6,61%	6,60%	6,59%	6,58%	6,57%	6,56%	6,55%	6,54%	6,53%
95th Percentile	13,24%	9,97%	8,98%	8,00%	7,56%	7,28%	7,10%	7,00%	6,92%	6,85%	6,79%	6,74%	6,71%	6,70%	6,69%	6,68%	6,67%	6,66%	6,65%	6,64%	6,63%	6,62%	6,61%	6,60%	6,59%	6,58%	6,57%
90th Percentile	8,70%	7,40%	7,00%	6,61%	6,48%	6,39%	6,32%	6,27%	6,23%	6,19%	6,16%	6,14%	6,13%	6,12%	6,11%	6,10%	6,09%	6,08%	6,07%	6,06%	6,05%	6,04%	6,03%	6,02%	6,01%	6,00%	5,99%
85th Percentile	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
80th Percentile	2,69%	3,99%	4,31%	4,70%	4,69%	4,98%	5,05%	5,10%	5,14%	5,16%	5,18%	5,19%	5,20%	5,21%	5,21%	5,21%	5,21%	5,21%	5,21%	5,21%	5,21%	5,21%	5,21%	5,21%	5,21%	5,21%	5,21%
75th Percentile	-1,43%	1,50%	2,43%	3,36%	3,77%	4,02%	4,19%	4,37%	4,47%	4,50%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%	4,51%
70th Percentile	-1,67%	1,24%	2,22%	3,21%	3,65%	3,92%	4,10%	4,24%	4,34%	4,39%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%
65th Percentile	-2,41%	0,92%	1,93%	2,93%	3,51%	3,79%	3,95%	4,13%	4,24%	4,29%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%
60th Percentile	-3,12%	0,49%	1,61%	2,75%	3,32%	3,62%	3,80%	3,99%	4,11%	4,21%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%
55th Percentile	-4,23%	0,12%	1,11%	2,42%	3,01%	3,36%	3,60%	3,77%	3,91%	4,02%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%

TABELLA 2: Distribuzione di probabilità dei rendimenti medi annui per scadenze temporali

Il grafico e la tabella riassuntiva che precedono ben evidenziano alcune caratteristiche determinanti dell'allocazione strategica elaborata. A titolo di esempio valutiamo i risultati a 5 anni, ovvero nel 2015 (o meglio gennaio 2016): si rileva una probabilità fino al 1% (1° percentile) di conseguire rendimenti inferiori al +1,1%; una probabilità fino al 2% di ottenere risultati inferiori al +1,6%, una probabilità fino al 25% di ottenere rendimenti medi annui fino al +4,3%, si noti che tali risultati si possono anche leggere come l'75% di probabilità di ottenere un rendimento medio superiore al +4,3%.

L'analisi delle distribuzioni delle probabilità dei rendimenti, rilevano la bassa rischiosità della Gestione Separata e la ridottissima dispersione dei rendimenti, che si assestano in un periodo molto breve 3-5

anni. Già dopo 3 anni, la probabilità di registrare rendimenti medi annui negativi è inferiore al 1%. Per periodi superiori 5 anni il portafoglio dovrebbe essere in grado di contenere qualunque condizione di perdita a meno di casi rari ed attualmente non prevedibili.

3. Criteri di attuazione della politica di investimento

Processo di Investimento

Il processo degli investimenti è regolato oggi, per la parte relativa all'investimento mobiliare, da un Regolamento degli Investimenti Mobiliari, approvato dal Consiglio Generale con atto n. 14 nella riunione del 26 novembre 2009, e più in generale dallo Statuto che all'art 21 disciplina le classi di attivo in cui l'Istituto può investire.

L'Asset Allocation Strategica del patrimonio dell'Istituto viene individuata ricercando la composizione ottimale delle asset class che consenta, con un elevato livello di confidenza statistica, il raggiungimento degli obiettivi prefissati minimizzando la probabilità di ottenere livelli insufficienti su un orizzonte temporale di 5 anni. La conseguenza dell'Asset Allocation Strategica determina la caratteristica del portafoglio gestito; seguendo una logica a "building blocks" viene investito attraverso veicoli specialistici rappresentativi di ciascun benchmark.

L'allocazione strategica di lungo periodo è completata da allocazioni tattiche di breve/medio periodo che consentono al portafoglio di contrastare l'andamento volatile dei mercati finanziari.

Le operazioni di asset allocation tattica si realizzano attraverso una riallocazione del portafoglio finanziario rispetto all'allocazione strategica.

Le scelte di posizionamento di sovra o sottopeso, rispetto ai pesi neutrali, è definito dal budget di rischio specifici di ogni Asset Class.

Ripartizione Strategica

Al 31 dicembre del 2012 il patrimonio dell'Istituto era così allocato:

Gestione Separata	dic-12	AA Strategia %	Δ AAS %
Obbligazioni	70,58%	61,00%	9,58%
Monetario	22,44%	4,50%	17,94%
Titoli di Stato area Euro	16,36%	18,50%	-2,14%
Titoli Stato Mondo ex EMU	8,16%	10,00%	-1,84%
Mercati Emergenti	3,42%	4,00%	-0,58%
Obbl. ind. inflazione	4,06%	5,00%	-0,94%
Corporate Euro	8,86%	10,00%	-1,14%
Corporate USA	5,88%	7,00%	-1,12%
Corporate High Yield	1,40%	2,00%	-0,60%
Azioni	7,92%	10,50%	-2,58%
Azionario Europa	3,86%	5,00%	-1,14%
Azionario USA	1,97%	2,50%	-0,53%
Azionario Pacifico	1,09%	1,50%	-0,41%
Azionario Mercati Emergenti	1,00%	1,50%	-0,50%
Altro	21,50%	28,50%	-7,00%
Total Return	2,39%	4,00%	-1,61%
Commodities	0,87%	2,00%	-1,13%
Private Equity	0,73%	2,50%	-1,77%
Immobiliare	17,29%	20,00%	-2,71%
Prestiti	0,22%		

Immobilizzazioni

I criteri di immobilizzazioni delle attività ai fini della rappresentazione di bilancio, e così come disposto dalla vigente normativa, risultano per l'Istituto:

a. Immobilizzazioni Finanziarie

Relativamente alle immobilizzazioni finanziarie, il valore rappresentato nel bilancio dell'Istituto si riferisce alla porzione del portafoglio titoli in cui c'è la volontà di detenerlo ad uso durevole per più esercizi secondo i criteri previsti dalla normativa vigente.

All'interno di tale categoria risultano esclusivamente le seguenti tipologie: Fondi Immobiliari, Fondi di Private Equity e in misura ridotta Fondi di Fondi Hedge. Le ragioni di tale scelta risiedono nella natura stessa degli strumenti finanziari che prevedono un arco pluriennale di investimento e di costruzione di portafoglio sottostante o specifiche finalità di copertura del patrimonio.

In genere, nel rispetto della normativa in materia di perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni, nel caso in cui il valore del Fondo (investimento immobilizzato) deducibile dal rendiconto ufficiale fornito dal Gestore sia inferiore al valore di bilancio, si procede a una valutazione qualitativa (*impairment test*) del dato ricevuto per verificare la necessità della riduzione del valore di bilancio delle immobilizzazioni materiali; le condizioni che devono sussistere per la rilevazione della perdita di valore in bilancio, sono due:

- i. determinazione di un valore recuperabile inferiore al valore contabile;
- ii. qualificazione della perdita come perdita durevole, quindi non transitoria e non facilmente reversibile;

I criteri che l'Istituto applica per assicurarsi che i propri investimenti non abbiano subito una perdita durevole di valore ovvero non siano iscritte ad un valore contabile superiore a quello recuperabile variano a seconda della tipologia dello strumento finanziario e della finalità che lo stesso ha all'interno del patrimonio complessivo.

Fondi di Private Equity

La politica d'investimento dei fondi di private equity è rivolta all'acquisizione di partecipazioni nel capitale di rischio d'impresе non quotate o di Fondi che investono in quest'ultime; si tratta di investimenti di medio termine solitamente con durata compresa tra gli 8 e i 10 anni, che per convenzione viene divisa in due fasi; un tempo di circa 4-5 anni per costruire il portafoglio sottostante (*investment period*) e uno successivo di 4-5 anni per generare gli utili dalla dismissione degli stessi sottostanti durante il quale il fondo procede al rimborso progressivo delle quote versate dai sottoscrittori. Viceversa, i costi connessi alla costituzione e in particolare all'attività di gestione del Fondo vengono anticipati e attribuiti sull'ammontare dell'impegno assunto da parte dell'Istituto (*commitment*) e non sul capitale effettivamente investito, creando di fatto *cash flow* negativi (*curva J*) ovviamente non imputabile alla qualità della gestione.

Per le motivazioni esposte, in assenza di eventi che possano motivare una durevole perdita di valore, durante la fase di costruzione del portafoglio è ragionevole considerare il costo storico.

La strategia del Fondo di Private Equity incide notevolmente sull'ampiezza della *curva J*.

Fondi Immobiliari

La politica d'investimento dei fondi immobiliari, similmente a quella dei fondi di private equity, ha un arco temporale di gestione lungo e comprende un ampio spettro di opportunità; gli investimenti vengono distinti per tipologia e possono essere raggruppati principalmente in tre categorie:

- i. **Core** - la redditività ordinaria che proviene dal flusso locativo degli immobili è la componente principale del rendimento del patrimonio;
- ii. **Value Added** - la redditività proviene dall'insieme dei flussi locativi e dalle plusvalenze realizzate con la cessione degli immobili;
- iii. **Sviluppo Opportunistic** – la redditività proviene principalmente da plusvalenze realizzate dalla vendita degli immobili o dei progetti di sviluppo.

In generale, nel caso di valorizzazione della quota (NAV) inferiore al prezzo di carico e in assenza di eventi che possano motivare una durevole perdita di valore, al fine di valutare la situazione di difficoltà dell'investimento viene condotta un'analisi basata sulle condizioni macroeconomiche generali come il deterioramento dell'economia, l'accesso al capitale di credito e l'andamento dei mercati finanziari.

In sintesi, si analizzano tre aspetti fortemente correlati nell'attività di gestione del Fondo:

il profilo economico del Fondo (flussi di rendimento da locazioni, vendite e/o sviluppo);
la solidità patrimoniale e qualità degli asset sottostanti.
il fabbisogno finanziario ed eventuali effetti di clausole di covenant in caso ricorso all'indebitamento.

Gli esercizi di stress test condotti a fronte di un possibile scenario negativo relativo all'andamento del prezzo degli immobili, dei redditi generati dalle locazioni nonché all'allungamento dei tempi di dismissione degli asset, consentono di valutare gli scostamenti dovuti alle nuove condizioni di mercato rispetto ai business plan originari e quantificare l'impatto sulla redditività futura dell'investimento.

Fondi Hedge

Con riferimento agli investimenti in Fondi Hedge, la loro caratteristica è di copertura (hedge) dell'esposizione di uno specifico rischio (risk factor) di altre attività investite dall'Istituto; ciò comporta ovviamente un disallineamento temporale tra profitti e perdite che vengono generati da entrambi gli investimenti; il valore di listino di fine esercizio dei Fondi Hedge non è rilevante per determinare una effettiva perdita di valore durevole, generalmente sono negativi in fase di mercato positivo.

Per tale ragione, gli elementi qualitativi che portano a evidenziare il carattere duraturo della perdita, sono rappresentati da un significativo ribasso con caratteristiche di persistenza temporale e l'assenza di elementi che possano far ritenere possibile un'inversione di tendenza.

Test quantitativi possono essere condotti per valutare l'efficacia della copertura generata dallo strumento adottato.

4. Modello Gestionale Adottato

Attualmente, il patrimonio dell'Istituto è investito in 17 asset class complessive, di cui 4 azionarie differenziate per area geografica, 8 obbligazionarie differenziate per area geografica e tipologia di emittente.

Gli investimenti sono suddivisi in mobiliari, alternativi e immobiliari.

Investimenti Mobiliari

Come indicazione generale, l'Istituto ritiene di perseguire per la gestione del proprio patrimonio la massima trasparenza e flessibilità attraverso una singola gestione indiretta in investimenti specialistici in OICR in grado di replicare esattamente le componenti (singoli benchmark) dell'asset allocation strategica.

La partecipazione dell'Istituto ad uno specifico comitato di investimento organizzato mensilmente dal gestore delegato, consente di condividere e definire le strategie di investimento in coerenza con gli obiettivi strategici stabiliti dal Consiglio di Amministrazione.

In questo caso le scelte d'investimento sono divise in due tipologie:

- Fondi "passivi" di tipo indicizzato per quelle asset class le cui caratteristiche di maturità dei mercati e di bassa dispersione dei rendimenti, rende più difficile generare costantemente valore attraverso la gestione attiva, con il vantaggio di ridurre i costi di gestione degli strumenti finanziari a pochi basis point.

I principali investimenti sono: Azionario Europa, USA e Giappone, Obbligazionario Governativo Euro e Inflation Linked, Governativo Globale.

- Fondi "attivi" per quelle asset class dove la qualità del gestore, orientata alla creazione di valore rispetto ai benchmark di riferimento, trova ragione di esistere e di essere remunerata con commissioni più elevate.

L'Istituto non persegue finalità speculative nella gestione dei propri attivi, l'operatività in strumenti derivati è limitata ai soli contratti forward su divisa estera con l'esclusiva finalità di copertura del rischio cambio per gli investimenti denominati in valuta diversa dall'Euro.

Investimenti Alternativi

Il portafoglio di Alternativo è rappresentato dalle seguenti classi di investimento: Fondi Hedge e Fondi di Private Equity.

Fondi Hedge

L'investimento in fondi Hedge è espresso da un Fondo di Fondi Hedge Multistrategy.

Fondi di Private Equity

Il portafoglio investito in Private Equity è caratterizzato da investimenti in fondi di fondi esposti ai mercati globali.

Investimenti immobiliari

La componente Immobiliare è gestita esclusivamente attraverso la detenzione di quote di fondi immobiliari con l'obiettivo principale di creare un portafoglio di fondi ben diversificato per tipologia di gestione e area geografica, oltre a partecipare a nuove operazioni di sviluppo immobiliari.

5. Compiti e responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento

La ripartizione strategica degli investimenti è determinata dal Consiglio di Amministrazione, attraverso una delibera quadro che approva, se del caso modificandola, la proposta di Asset Allocation Strategica (AAS) predisposta dal Servizio Amministrazione e Finanza (“il Servizio”). Tale delibera è assunta in concomitanza con l’approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione del bilancio tecnico predisposto dall’attuario incaricato ed è sottoposta a verifica, almeno annuale, sulla base delle revisioni della AAS predisposte dal Servizio.

Il Servizio predispose, sentito il parere del Consiglio di amministrazione e del Risk Manager, il documento sull’Asset Allocation Strategica in coerenza con il sistema di vincoli impliciti nel bilancio tecnico in termini di saldi tra entrate contributive ed uscite per prestazioni a livello annuale e mensile nonché degli eventuali altri vincoli tempo per tempo posti dagli Organi Statutari.

Il Servizio presenta una o più ipotesi di AAS, in modo da consentire poi al Consiglio di Amministrazione di scegliere il desiderato rapporto tra rischio e rendimento dell’investimento.

Il Consiglio di Amministrazione approva, eventualmente modificandola, la proposta formulata dal Servizio, in tema di indirizzi relativi alle modalità di gestione ed al numero, tipologia, dimensione e criteri di remunerazione dei mandati.

L’attività di ribilanciamento nei confronti dell’AAS è svolta con cadenza periodica dal Servizio, nei limiti di ragionevoli bande di oscillazione, definite nel documento di AAS.

Il Consiglio di Amministrazione adotta le decisioni d’investimento avendo preso visione delle memorie predisposte dal Servizio le quali devono offrire supporto tecnico alle deliberazioni del Consiglio. Nelle relazioni del Servizio deve essere dato conto del parere espresso dalla “Commissione Bilancio, Finanza Programmazione e Investimenti” e, se nominati per la selezione in oggetto, delle opinioni manifestate dagli investment advisors dell’Istituto, le cui relazioni vanno allegare alle memorie del Servizio.

Il Presidente, ove lo ritenga opportuno, nomina un Comitato Tecnico presieduto dallo stesso e composto da esperti che rimangono in carica non oltre la durata del mandato nel quale sono stati nominati. Il Comitato Tecnico esprime pareri sull’intero processo degli investimenti. Il Presidente relazionerà al Consiglio di Amministrazione in merito.

La composizione degli investimenti di cui alla AAS può essere modificata al fine di tutelare il patrimonio, in presenza di sostanziali e potenzialmente durevoli cambiamenti negativi nelle condizioni di mercato, sulla base di motivate argomentazioni fornite dal Comitato tecnico, ove nominato, e/o dal Risk Manager, con delibere adottate dal Presidente con carattere di urgenza, sentito almeno il Presidente della “Commissione Bilancio, Finanza, Programmazione e Investimenti”, anche in deroga al procedimento di cui al presente articolo. Le relative delibere presidenziali saranno sottoposte a ratifica del Consiglio di amministrazione.

Soggetti Esterni

a) Risk Manager

L’Inpgi si avvale per la definizione dell’Asset Allocation Strategica e per il controllo del rischio complessivo del patrimonio dell’Istituto, della collaborazione di un Risk Manager esterno (Mangusta Risk) i cui principali compiti riguardano la definizione di:

- i. Asset Allocation Strategica e Tattica: analisi e condivisione della distribuzione nelle diverse classi di investimento (AAS e AAT) e di rischio (RAS e RAT); analisi del rischio rispetto alle passività (ALM);
- ii. Analisi, valutazione e contribuzione della performance finanziaria;

- iii. Analisi, misurazione e contribuzione del rischio;
- iv. Attività di supporto degli organi interni all'Istituto, Consiglio di Amministrazione e alla Direzione Finanza nelle analisi e valutazioni dei rischi del portafoglio.

La selezione è soggetta alle regole degli appalti pubblici ai sensi del D.Lgs 163/2006. L'aggiudicazione avviene con il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa, ai sensi dell'art. 83. Le offerte sono esaminate da una commissione giudicatrice, appositamente nominata, sulla base di elementi e parametri di ponderazione dettagliatamente specificati (art. 84 del D.Lgs 163/2006).

Una nuova selezione è stata avviata nel corso del 2013, il cui esito ha visto nuovamente ricadere la scelta sulla società Mangusta Risk anche per il prossimo triennio con decorrenza 30 settembre 2013.

L'ammontare della relativa remunerazione di Mangusta Risk nel 2012 è di Euro 9.202 + IVA.

L'ammontare complessivo per le due Gestioni - AGO e Separata - nel 2012 è di Euro 113.333 + IVA.

b) Attuario

L'Inpgi si avvale di una consulenza tecnico-finanziaria per lo svolgimento delle attività di valutazione integrata del rischio finanziario e previdenziale e l'analisi dello stesso per il potenziale supporto ai processi decisionali dell'INPGI; L'attività prevede lo svolgimento di attività connesse alle seguenti aree:

- i. Supporto ed Assistenza all'attività di Asset Allocation dell'Istituto finalizzato ad ottimizzare il processo di AAS (Asset Allocation Strategica) al fine di consentire una gestione integrata del rischio attivo e passivo tramite il supporto dell'Istituto stesso e dell'Advisor preposto all'AAS e più dettagliatamente,
- ii. Assistenza continua dell'Istituto e dei vertici istituzionali sia su tematiche tecniche attuariali che nell'interlocuzione con gli Organismi di Vigilanza.

Per la selezione di tale incarico è stato richiesto di presentare apposite proposte economiche a tre diversi studi professionali; l'aggiudicazione avviene con il criterio dell'offerta più vantaggiosa.

L'ammontare della relativa remunerazione nel 2012 del Prof. Micocci è di Euro 9.000 + IVA.

L'ammontare complessivo per le due Gestioni - AGO e Separata - nel 2012 è di Euro 30.000 + IVA.

Lo Studio del Prof Micocci fornisce in aggiunta assistenza all'Istituto per il monitoraggio costante del rischio tecnico-previdenziale non direttamente riconducibile alla gestione del patrimonio, oggetto di contratto separato.

c) Banca Depositaria

L'Inpgi si avvale di BNP Paribas Securituiues Services come banca custode globale di tutto il patrimonio dell'Istituto. Il servizio è finalizzato all'espletamento dell'incarico attraverso le seguenti prestazioni:

- i. custodire le risorse che compongono i mandati e gli investimenti diretti dell'Istituto;
- ii. gestire l'attività di esecuzione degli ordini dei Gestori Finanziari o degli uffici interni;
- iii. regolare le operazioni disposte dall'Istituto ovvero dal Gestore incaricato;
- iv. gestire il collegamento telematico con l'Istituto e con i Gestori tramite "remote banking";
- v. valorizzare gli asset gestiti su base settimanale e ogni fine mese;
- vi. adempiere agli obblighi fiscali in carico all'Istituto;
- vii. controllare che l'attività svolta dai gestori sia conforme al Regolamento, nonché agli eventuali ulteriori vincoli e limiti di investimento a cui i Gestori devono attenersi;
- viii. gestire, su base settimanale, il sistema dei flussi operativi attraverso il sistema contabile attualmente adottato da Inpgi (sistema operativo Sofia).

La selezione è stata condotta in analogia alle regole degli appalti pubblici ai sensi del D.Lgs 163/2006. L'aggiudicazione è avvenuta con il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa, ai sensi dell'art. 83. Le offerte sono esaminate da una commissione giudicatrice, appositamente nominata, sulla base di elementi e parametri di ponderazione dettagliatamente specificati (art. 84 del D.Lgs 163/2006). L'ammontare della relativa remunerazione di BNP Paribas Securities Services è articolato in diverse voci e servizi, la più rappresentativa è riferita alla custodia degli strumenti finanziari, e fissata in 0,0165% del patrimonio complessivo. Di seguito viene fornita la tabella complessiva relativa alle diverse voci di costo applicate al contratto di Banca Depositaria da BNP Paribas:

Tipologia	Specifico servizio	prezzo offerto
Custodia, sub-custodia e amministrazione	Titoli con regolamento Italia	0,0020%
	Titoli con regolamento Europa, Nord America (USA e Canada) e Giappone	0,0030%
	Mercati emergenti dei seguenti Paesi: Brasile, Repubblica Ceca, Paesi Nord Europa, Hong Kong, Ungheria, Sud Corea, Malesia, Messico, Nuova Zelanda, Australia, Filippine, Polonia, Singapore, Sud Africa, Taiwan, Turchia	0,0200%
	Clearstream (Obbligazioni Internazionali)	0,0020%
	OICR armonizzati/OICR armonizzati/OICR armonizzati/OICR armonizzati	0,0050%
	OICR non-armonizzati/OICR non-armonizzati/OICR non-armonizzati	0,0050%
Regolamento	Titoli con regolamento Italia	€ 1,40
	Titoli con regolamento Europa, Nord America (USA e Canada) e Giappone	€ 3,00
	Clearstream (Obbligazioni Internazionali)	€ 2,00
	Mercati emergenti dei seguenti Paesi: Brasile, Repubblica Ceca, Paesi Nord Europa, Hong Kong, Ungheria, Sud Corea, Malesia, Messico, Nuova Zelanda, Australia, Filippine, Polonia, Singapore, Sud Africa, Taiwan, Turchia	€ 4,00
	OICR armonizzati	€ 5,00
	OICR non-armonizzati	€ 100,00
Depositaria	Valorizzazione indipendente del servizio e controllo dei limiti; interfaccia con il sistema contabile INPGI	0,0160%
Bonifici (servizi di pagamento)	Euro	€ 0,60
	Altre valute	€ 2,00

d) Gestori

Per quanto riguarda il processo di selezione e valutazione degli investimenti o dei gestori, l'istituto segue il seguente processo:

Una volta concluso l'iter autorizzativo descritto al punto 5 – selezione nuovo gestore, rivisitazione asset class, nuova strategia ecc. - il processo di selezione viene sempre svolto dalla Direzione Amministrazione e Finanza, la quale può chiedere alla Commissione Bilancio, Finanza Programmazione e Investimenti di farsi affiancare da un Investment Advisor esterno per la particolare ricerca.

L'intero processo viene svolto in parallelo dalle due entità e successivamente, attraverso un contraddittorio, se ne valutano i pro e i contro e i punti di contatto di ogni analisi.

L'esito finale è una short list unica esaminata dalla Commissione Bilancio, Finanza Programmazione e Investimenti per un parere prima di inviare la documentazione al Consiglio di Amministrazione per l'approvazione.

In linea di massima nella selezione di fondi passivi vengono privilegiate le verifiche ex ante sulla effettiva capacità del gestore del fondo di replicare l'indice di riferimento, enfasi ed attenzione viene posta a

tutta l'attività di risk management e di controlli interni sul processo operativo e legale della gestione dei rischi di controparte (es prestito titoli o replica non fisica).

In merito alle gestioni attive, l'investimento è preceduto da un'adeguata valutazione e processo di investimento oltre che dei risultati ottenuti in passato, dalla solidità e dalla leadership della società di gestione nella specifica asset class in grado di attrarre nel tempo sempre i migliori gestori.

Relativamente alle gestioni alternative, oltre ad applicare le analisi precedenti, viene valutata la coerenza della struttura dei costi degli strumenti individuati rispetto all'effettivo valore per la gestione nel suo complesso. Inoltre, l'accesso alle informazioni sulle strategie, i rischi connessi, la liquidabilità ed eventuali periodi di permanenza obbligata nell'investimento (lock-up period) rappresentano elementi essenziali nel processo selettivo.

A completare la valutazione interviene, ma solo nella fase finale, il Risk Manager in merito all'adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo di rischio complessivo del portafoglio, come descritto al successivo punto "Pre-analisi degli investimenti".

Per la gestione del portafoglio in fondi è stata selezionata nel corso del 2009 Duemme SGR; per lo svolgimento di tale incarico è prevista una commissione di gestione nella misura indicata di seguito:

Patrimonio Complessivo in gestione - AGO e GS (in milioni di euro)	Commissione fissa annua
da 100 a 400	0,03%
da 400 a 500	0,02%
oltre 500	0,01%

La commissione è calcolata per scaglioni sul "Patrimonio complessivo in gestione" sommando le due gestioni dell'Istituto - Gestione AGO e Gestione Separata - e pagata trimestralmente, dal 2013 tale commissione è soggetta ad IVA; non sono previste commissioni di performance.

e) Investment Advisor

Per quanto riguarda il processo di selezione degli investimenti o dei gestori, Il Consiglio di Amministrazione, ove lo ritenga giustificato dalla complessità dell'asset class, su proposta del Servizio e tenuto conto del parere espresso dalla "Commissione Bilancio, Finanza Programmazione e Investimenti" autorizza la selezione di un Investment Advisor come supporto tecnico.

Nel biennio 3/2011 - 3/2013 l'Istituto si è avvalso della collaborazione della società CI SpA per la selezione e il monitoraggio degli investimenti alternativi quali Fondi di Private Equity, Fondi Hedge e Fondi Immobiliari.

L'ammontare della relativa remunerazione di CI SpA nel 2012 è di Euro 11.475 + IVA.

L'ammontare complessivo per le due Gestioni - AGO e Separata - nel 2012 è di Euro 90.000 + IVA.

Il contratto è scaduto a Marzo 2013.

L'attività di "monitoraggio degli investimenti alternativi", valutata complessivamente per le due Gestioni 45.000 Euro +IVA è stata aggregata alla nuova selezione del Risk Manager per il 2013 descritta al punto a).

6. Controllo della gestione finanziaria

I soggetti coinvolti nella predisposizione degli strumenti per il monitoraggio sono il Risk Manager e la Banca Depositaria e, relativamente al periodo 3/2011 – 3/2013, anche l'Investment Advisor il cui compito specifico consisteva nella misurazione, analisi e valutazione delle strategie di investimento alternative quali Fondi di Private Equity, Fondi Hedge e Fondi Immobiliari.

L'Ufficio Amministrazione e Finanza utilizza i report prodotti e ne controlla i dati, segnalando alla "Commissione Bilancio, Finanza Programmazione e Investimenti" i risultati e predispone a sua volta un report riassuntivo evidenziando situazioni positive e criticità.

La Commissione valuta i documenti prodotti e, se necessario, richiede ulteriori approfondimenti; successivamente informa il Consiglio di Amministrazione per le eventuali azioni.

Attraverso il controllo del proprio patrimonio finanziario, l'Istituto si propone di:

- i. ottenere un costante ed efficiente monitoraggio del rischio dei propri investimenti in portafoglio;
- ii. verificare l'aderenza del portafoglio alla AAS;
- iii. misurare la redditività del proprio portafoglio;
- iv. sviluppare un efficace modello di valutazione delle performance, dei gestori e dei singoli prodotti in portafoglio e di analisi dei rendimenti degli investimenti;
- v. verificare la coerenza della AAS con la struttura ALM dell'Istituto.

Banca depositaria

Svolge il controllo nei confronti dei gestori delegati in merito al quadro normativo di riferimento ed ai vincoli e limiti di investimento cui tutti i gestori devono attenersi, oltre a limiti specifici per singolo mandato

La Banca giornalmente controlla ex post i limiti sia delle attività gestite direttamente dall'Istituto che del singolo Gestore secondo le modalità operative concordate.

In caso di mancato rispetto dei limiti e dei vincoli le operazioni devono essere segnalate in un report, da inviare secondo le modalità definite all'Inpgi e al Gestore coinvolto.

Predispone i flussi telematici settimanali della composizione dei portafogli e di tutti gli strumenti finanziari in custodia. Il sistema contabile dell'Istituto e della banca depositaria è il medesimo ("Sofia").

Risk Manager

Analisi della performance finanziaria

Il Risk Manager misura la performance e il rischio sottoscritto, assoluto e relativo del portafoglio di investimento nel suo complesso, nei comparti definiti della AAS, per tipologia e per singoli prodotti.

Oltre ai consueti incontri informali con la Direzione Amministrazione e Finanza, il Risk Manager è coinvolto in almeno 12 incontri annuali per la discussione e la consegna dei reports mensili relativi alle misurazioni, analisi, verifiche e valutazioni.

A titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, nello svolgimento delle prestazioni previste nella presente sezione, il Risk Manager esegue, con cadenza mensile, le seguenti attività:

- a) misurazione, analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza, dei costi del portafoglio complessivo dell'Istituto,
- b) misurazione, analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza, dei costi e della strategia di investimento delle gestioni esterne;
- c) misurazione, analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza, dei costi e della strategia di investimento degli OICR investiti;
- d) misurazione, analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza, dei costi e della strategia di investimento della gestione diretta del patrimonio, con particolare riferimento agli investimenti di Private Equity;
- e) misurazione, analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza dei portafogli aggregati in classi/comparti di investimento (quelli della AAS) e categorie di prodotti (fondi, gestioni, investimenti diretti);
- f) analisi di attribuzione delle performance (*performance attribution*) per ciascun mandato, per la gestione diretta e per ciascun portafoglio aggregato in classi/comparti di investimento;
- g) verifica del rapporto tra gli obiettivi raggiunti da ogni gestore e il suo specifico obiettivo di rendimento.

Analisi del rischio del portafoglio

Il Risk Manager misura il rischio complessivo del portafoglio, di aggregati dello stesso (comparti e/o tipologie di prodotti) fino al singolo investimento tramite l'identificazione e la quantificazione dei fattori di rischio scomposto per classe di attivo, classe di rischio e per singolo investimento.

In particolare a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo il Risk Manager fornisce un report, con cadenza mensile, delle seguenti attività:

- analisi del Value at Risk su diversi orizzonti temporali e su diversi livelli di confidenza;
- analisi dell' Expected Shortfall su diversi orizzonti temporali e su diversi livelli di confidenza;
- Marginal VAR su diversi orizzonti temporali e su diversi livelli di confidenza;
- stima del rischio illiquidità;
- quantificazione dell'esposizione ai singoli fattori di rischio con relativa evoluzione temporale ;
- altri opportuni indicatori di rischio (per esempio downside risk, max drawdown, semideviazione standard, beta, indici di concentrazione, etc.);
- scenario analysis, stress testing.

Pre-analisi degli investimenti

Il Risk Manager fornisce una valutazione della rischiosità degli investimenti in fase di selezione, In particolare a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, il Risk Manager compie con frequenza definita da ogni singolo investimento:

- analisi di sensitività del portafoglio all'introduzione dell'investimento nella gestione;
- scenario analysis, stress testing;
- eventuale risk management due diligence presso la sede del gestore.

Portafoglio Investimenti alternativi

Il Risk Manager svolge una analisi e una valutazione degli investimenti alternativi con particolare riferimento alle strategie di Hedge Fund e Private Equity:

- individuazione dell'Asset Allocation (per strategie di investimento) del portafoglio complessivo degli investimenti alternativi e confronto con l'Asset Allocation dell'indice di riferimento;
- matrice di correlazione dei fondi alternativi presenti in portafoglio;
- analisi quantitativa (analisi di redditività, di rischiosità, di efficienza, di correlazione con i principali indici dei mercati tradizionali) del portafoglio alternativo;
- Analisi qualitativa degli investimenti alternativi e partecipazione agli incontri periodici con i gestori dei fondi di Private Equity, con i Fondi Hedge e con i gestori dei mandati in Hedge Fund.

Portafoglio investimenti immobiliari indiretti e diretti

- analisi della diversificazione/concentrazione per regioni geografiche, settori e valute;
- analisi di sensitività del portafoglio al variare dei fattori di rischio;
- scenario analysis, stress testing.

7. Risultato della gestione finanziaria del 2012

Il risultato di tale gestione, che si riferisce per la gran parte al patrimonio mobiliare ed in misura ridotta alla concessione di prestiti agli iscritti, presenta un avanzo 5,2 milioni di euro, in diminuzione per 1,3 rispetto al precedente esercizio.

GESTIONE MOBILIARE

Il 2012 è stato un ottimo anno per gli investimenti finanziari; pur permanendo una debolezza del contesto internazionale, in particolare nell'area dell'euro, le tensioni sui mercati finanziari si sono progressivamente allentate.

L'intervento costante delle banche centrali ha ridotto il pericolo di rischi estremi, ma non ha ancora fornito una soluzione alla questione della crescita economica, che in molti paesi è ancora negativa.

I mercati obbligazionari, nonostante una significativa volatilità, hanno offerto una performance rilevante dall'inizio della crisi; le chiavi di questa performance sono state la riduzione del rischio di default e fattori tecnici nei mercati del reddito fisso – entrambe determinate dall'intervento delle autorità monetarie.

Tra i fondi obbligazionari in cui il portafoglio dell'Istituto è investito, i migliori ritorni sono stati forniti da investimenti Corporate High Yield (18,8%) e dal Debito dei Mercati Emergenti (+18%), importante è stato anche il ritorno ottenuto dai fondi Europei legati all'Inflazione (+16,4%), dai fondi corporate bond europei e globali (+15,4%); nel comparto dei fondi governativi l'Europa si è ben comportata (+10%), negativo invece è stato il ritorno degli investimenti governativi globali ex euro.

I mercati azionari globali hanno registrato nel 2012 una performance positiva (16% in valuta locale), tuttavia, differenze si notano nelle diverse aree geografiche; i fondi investiti nei mercati emergenti ed i paesi asiatici hanno generato i migliori ritorni (oltre il 20%) mentre inferiori sono state le performance

europee e statunitensi (+16% - 17%), fanalino di coda il mercato giapponese che tuttavia ha terminato l'anno in maniera positiva (+9,3%).

A dimostrazione del capovolgimento dei rendimenti nel 2012 rispetto all'anno precedente, le materie prime, incluso petrolio e oro, sono state tra i peggiori investimenti poiché molto sensibili sia al ciclo economico sia alle attese di crescita globale.

In questo contesto economico e finanziario, la politica degli investimenti dell'Istituto, basata su un asset allocation strategica ottimamente diversificata, ha permesso di ottenere risultati molto positivi rispetto all'esercizio precedente.

La consistenza degli investimenti mobiliari alla fine dell'anno presentano un valore di mercato complessivo pari a 373,2 milioni di euro e sono composti, per la gran parte, da titoli rappresentati da quote di fondi comuni d'investimento, comprese quote di fondi di hedge, fondi immobiliari e fondi private equity.

Da un punto di vista finanziario il portafoglio mobiliare ha complessivamente avuto una performance positiva pari al 6,45%.

Dal lato contabile, il risultato del portafoglio ha registrato un saldo positivo di circa 26 milioni di euro, che rapportato alla giacenza media, ha determinato un rendimento netto contabile del 9,14% contro quello dell'anno precedente pari al 6,29%.

Il risultato contabile economico di bilancio è stato di 6,2 milioni di euro in aumento rispetto all'esercizio precedente.

Si tenga inoltre conto che alla fine dell'anno sono state rilevate plusvalenze implicite nette per 22,4 milioni di euro.

Le decisioni operative sul portafoglio sono state adottate in coerenza con le linee di ripartizione strategica dell'investimento derivanti dall'asset allocation strategica approvata.

Tra gli oneri finanziari della gestione mobiliare, va evidenziato il dato relativo all'imposta sul capital gain determinata sulla base del risultato ottenuto dal portafoglio titoli per oltre 4,7 milioni di euro.

GESTIONE FINANZIAMENTI AGLI ISCRITTI

La gestione Separata ha tra le attività di finanziamento agli iscritti esclusivamente la concessione di prestiti.

Gli interessi attivi sulla concessione dei prestiti ammontano a 0,4 milioni in linea con l'esercizio precedente.

