

Investimenti patrimoniali – Valutazione e politiche di gestione del rischio

Per quanto riguarda gli investimenti patrimoniali nel 2011 il peso delle attività immobiliari è incrementato principalmente per effetto delle intervenute nuove sottoscrizioni nelle partecipazioni in società e fondi immobiliari, mentre risulta decrescente il peso complessivo delle attività mobiliari e nello specifico quello delle immobilizzazioni finanziarie.

Si riporta qui di seguito la rappresentazione complessiva del patrimonio da reddito, con l'indicazione percentuale di ciascun componente di esso, raffrontata con quella dell'esercizio precedente, considerando le quote di partecipazione in società e fondi immobiliari facenti parte dell'asset immobiliare in largo senso inteso.

	2011	%	2010	%
Attività immobiliari	4.341.024.359	35,71%	3.844.009.217	34,56%
Immobili ad uso di terzi	2.212.073.710	18,20%	2.203.344.196	19,81%
Partecipazione in società e fondi immobiliari	2.128.950.649	17,51%	1.640.665.021	14,75%
Attività finanziarie	7.815.217.013	64,29%	7.277.490.834	65,44%
Immobilizzazioni finanziarie	3.965.682.058	32,62%	4.172.686.285	37,52%
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	2.383.281.498	19,61%	2.065.420.159	18,57%
Contratti di p.c.t.	579.996.220	4,77%	549.979.531	4,95%
Depositi vincolati	400.000.000	3,29%	175.000.000	1,57%
Disponibilità liquide	486.257.237	4,00%	314.404.859	2,83%
Totale	12.156.241.372	100,00%	11.121.500.051	100,00%

La tabella precedente riguarda solo il patrimonio da reddito e non tiene conto quindi dei fabbricati ad uso della Fondazione, dei terreni, dei fabbricati in corso di costruzione e delle migliorie, anche essi iscritti per complessivi € 169.499.002 tra le immobilizzazioni materiali quali cespiti patrimoniali.

Di contro, tra le attività finanziarie sono compresi anche i contratti di pronti contro termine e le disponibilità liquide per complessivi € 1.066.253.457, che, pur produttivi di reddito, non costituiscono ancora veri e propri investimenti mobiliari. Considerando tali voci, rispettivamente in aggiunta ed in detrazione, la ripartizione degli investimenti patrimoniali porrebbe quelli immobiliari al 40,06% e quelli mobiliari al 59,94% del totale.

I valori medi delle suesposte attività possono essere così riepilogati:

- gli immobili ad uso di terzi hanno prodotto una redditività lorda pari al 5,75%, al netto dei costi gestionali pari al 3,08% ed al netto delle imposte pari al 1,25%;
- le partecipazioni in società e fondi immobiliari hanno prodotto una redditività lorda pari al 5,15% e netta pari al 4,28% (comprehensive delle plusvalenze non iscrivibili);
- le attività finanziarie totali hanno prodotto una redditività lorda pari al 1,25% e netta pari all'1%;
- le immobilizzazioni finanziarie e le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (titoli, azioni, partecipazioni, altri investimenti) hanno prodotto una redditività lorda pari al 0,67% al netto degli oneri di gestione pari al 0,63% ed al netto anche delle imposte pari al 0,41% (comprehensive delle plusvalenze non iscrivibili).

I tassi di redditività suesposti così calcolati, sono relativi alla totalità degli investimenti e sono dati dal rapporto fra il risultato netto della gestione finanziaria e la consistenza media dei valori mobiliari.

Gli investimenti mobiliari, comprensivi delle partecipazioni in società e in fondi immobiliari si sono incrementati di € 594.812.906 rispetto al precedente esercizio e ammontano al 31/12/2011, complessivamente tra attività finanziarie immobilizzate e non, e senza considerare l'importo di € 272.607.431 per mutui, prestiti e crediti per ristrutturazione titoli immobilizzati, ad € 8.205.306.774 così suddivisi:

GESTIONI PATRIMONIALI		INVESTIMENTI DIRETTI	
Gestioni patrimoniali mobiliari	657.894.953	Titoli di stato	1.220.400.769
Gestioni patrimoniali in fondi	76.106.000	Titoli obbligazionari	2.718.568.099
		O.i.c.v.m. (fondi e sicav)	1.190.675.036
		Contratti assicurativi	49.877.139
		Azioni	100.799.350
		Partecipazioni in fondi di private equity	62.034.779
		Partecipazioni in società e fondi immobiliari	2.128.950.649
Totale	734.000.953		7.471.305.821

Nell'ambito delle partecipazioni, si è data autonoma rilevanza a quelle possedute dall'Ente in Società e fondi immobiliari che, pur essendo tecnicamente strumenti o immobilizzazioni finanziarie, fanno parte in sostanza dell'esposizione dell'Ente al rischio immobiliare e possono quindi essere appropriatamente riferiti all'asset immobiliare in largo senso inteso.

Per quanto riguarda le gestioni patrimoniali, la quota di portafoglio affidata a gestori esterni è rimasta pressoché invariata rispetto all'esercizio precedente.

Nel corso del 2011 non vi sono stati conferimenti ma solo qualche prelevamento, in seguito alla vendita di quote di fondi ed al trasferimento di parte della liquidità della gestione Allianz Bank alla polizza assicurativa della stessa compagnia.

Sono rientrati nelle casse dell'Ente € 490.000 dalla gestione Pioneer, chiusa nel 2009, in seguito alla vendita di quote di fondi Hedge (side pocket) che erano presenti all'interno della gestione al momento della chiusura e che non prevedevano lo smobilizzo immediato.

Inoltre, come sopra menzionato, sono stati prelevati € 3.234.094,28 dalla gestione Allianz per conferirli alla polizza assicurativa della stessa compagnia.

Al 31/12/2011 i gestori delegati sono 11, per complessive 12 linee di gestione, di cui 11 sono gestioni patrimoniali mobiliari ed una in fondi; il patrimonio totale affidato ai gestori ammonta ad € 734.000.953.

In relazione all'andamento delle gestioni patrimoniali, il 2011 si è rivelato un anno straordinariamente difficile per l'economia mondiale, colpita da una raffica di shock: le insurrezioni popolari nei Paesi del Nord Africa e Medio Oriente, il terremoto e lo tsunami in Giappone, i timori relativi alla sostenibilità del debito sovrano di alcuni Paesi europei e l'incerta gestione politica del salvataggio della Grecia.

In questo contesto i mercati finanziari hanno vissuto fasi di fortissime tensioni con un impennata dell'avversione al rischio che ha determinato una sensibile discesa dei listini azionari, penalizzando anche i titoli obbligazionari dei Paesi europei cosiddetti "periferici".

L'Italia è stata tra i paesi più pesantemente colpiti dall'ondata di vendite sui titoli di stato, a causa della preoccupazione degli investitori per l'elevato debito pubblico (120% del PIL), delle difficoltà nel predisporre una drastica manovra correttiva e del declassamento del rating sovrano da parte delle agenzie di valutazione.

A novembre il rendimento del BTP decennale ha toccato il 7,50% (dal 4,80% di fine 2010), un livello mai visto dall'avvio dell'euro e lo spread sul bund tedesco decennale ha superato i 575 centesimi. Complessivamente nell'anno 2011 l'indice MTS Capitalizzazione Lorda BTP (che tiene conto delle variazioni dei prezzi e delle cedole) è sceso del 5,45%; ancora peggiore è stato l'andamento dell'indice relativo ai CCT, che ha ceduto il 5,93%.

Si tratta del peggior risultato degli ultimi decenni, a riprova dell'assoluta eccezionalità della situazione; infatti la banca Centrale Europea (nel mese di dicembre) ha deciso di tagliare i tassi all'1% ed immettere nel sistema una ingente liquidità mediante un'asta di rifinanziamento straordinaria alle banche a 3 anni a un tasso fisso dell'1%.

In un contesto simile il portafoglio gestito dell'Ente ha registrato nel suo complesso un risultato negativo pari a -2,17%, perdendo il proprio confronto con il benchmark di riferimento total return che si è attestato a -1,45%.

Per la maggior parte dei nostri gestori, infatti, avendo in portafoglio grossi quantitativi di titoli di stato prevalentemente italiani, la repentina discesa nella seconda parte dell'anno delle quotazioni di tali titoli ha eroso sia ciò che di positivo aveva accumulato nei primi sei mesi del 2011, ma ha fatto registrare anche consistenti perdite che hanno inciso sul risultato di gestione dell'intero esercizio.

Tra le dodici gestioni patrimoniali l'unica a registrare un risultato positivo (+2,05%) è stata Duemme SGR che, nonostante al 31/12/11 avesse un'esposizione in titoli governativi italiani pari al 34,75% del portafoglio investito, è riuscita a battere anche il proprio parametro di riferimento.

Per quanto riguarda, invece, gli altri undici gestori, nessuno è riuscito a fare meglio del benchmark ed alcuni hanno addirittura registrato perdite superiori al 5%.

Tra queste vi sono Symphonia SGR -6,87%, Banca Generali -6,67% e Deutsche Bank -5,52% sulle quali il peso dei governativi italiani ha inciso fortemente sul risultato finale. Questi gestori, infatti, nonostante avessero benchmark diversificati sui paesi dell'area euro, hanno preferito sottopesare i titoli dei paesi "core" (es. Francia, Germania ...), assumendosi il rischio di concentrare quasi tutto sui titoli di stato italiani che avevano un rendimento sicuramente più allettante.

Un altro gruppo di gestori che ha registrato perdite inferiori rispetto ai precedenti è composto da: Banca Patrimoni (Sella) -3,5%, Allianz Bank -3,48% e Banca Popolare di Sondrio -3,20%.

Anch'essi, seppur in misura minore hanno scontato l'esposizione all'Italia e la crisi dei titoli governativi italiani.

Infine vi è un ultimo gruppo che avendo attuato una maggiore diversificazione sul comparto governativo europeo è riuscito a limitare le perdite e ad avvicinarsi maggiormente al proprio benchmark di riferimento, mantenendo uno stile di gestione sicuramente più conservativo.

Tra questi vi è: Credit Suisse Italy 2 (ex Singapore) -2,43% Credit Suisse Italy 1 -1,99%, Anima SGR -1,29%, Invesco SGR -0,79%, Eurizon Capital -0,59%.

In ogni modo è necessario evidenziare che nel primo trimestre del 2012 si è registrato un ampio e generalizzato recupero delle quotazioni dei titoli di stato italiani, dal momento che lo spread tra i titoli governativi italiani e quelli tedeschi è sceso sotto il 4%.

Per ciò che concerne l'aspetto economico finanziario mondiale, rispetto all'anno precedente, nel 2011 le economie mondiali hanno subito un generale rallentamento e la crisi, che nel 2008 aveva principalmente carattere finanziario, ha colpito i fondamentali macroeconomici.

Per l'area Euro il Pil è sceso dal 2% del 2010 allo 0,7% del 2011, per gli Stati Uniti l'indice è passato dal 3,1% all'1,60%, per i cosiddetti BRICS (Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica), il Pil ha registrato una riduzione dall'8,58% al 6,87%.

La fragilità della domanda interna ha provocato una contrazione generale della produzione industriale rispetto al 2010, mostrando un calo per gli Stati Uniti dall'1,27% allo 0,91% e per la zona Euro dallo 0,5% al -1%. Il Giappone, ha invece registrato un incremento dal 2,4% al 3,8%, grazie alle attività di ricostruzione successiva al terremoto.

In peggioramento per la zona Euro anche la disoccupazione, che dal 2011 si muove su livelli a doppia cifra, passata dal 10% al 10,60%. L'indice rileva invece miglioramenti per gli Stati Uniti, con un decremento dal 9,4% all'8,5%, e per il Giappone, il cui livello di disoccupazione si attesta al 4,5% dal 4,9% dell'anno precedente.

Nonostante l'inflazione abbia registrato segnali di crescita nelle economie occidentali, attestandosi al 3% per gli Stati Uniti ed al 2,7% nell'area Euro, i timori di recessione hanno spinto le Banche Centrali a non aumentare i tassi base, che la FED ha lasciato inalterati allo 0,25% dal 2008, e che la BCE ha ridotto all'1% a dicembre 2011. Invariati i tassi dal 2009 anche in Giappone, e pari allo 0,1%, a fronte di un livello dei prezzi che ormai da anni si muove in area deflazione, e che a fine 2011 era pari a - 0,2%. In Cina la Banca Centrale ha gradualmente incrementato i tassi al 6,56%, dopo averli tenuti fermi al 5,33% nel 2009 e nel 2010, a seguito dei segnali di miglioramento dell'inflazione, scesa da un picco del 6,5% del 2011, al 4,1% di fine anno.

In Europa la crisi del debito sovrano si è acuita nel 2011 nei paesi più a rischio come la Grecia, il Portogallo, l'Irlanda, la Spagna e l'Italia. In particolare per la Grecia, gli aiuti ricevuti dal Fondo Monetario Internazionale e dall'Unione Europea non sono risultati sufficienti a scongiurare il reale ed imminente rischio di default (secondo l'agenzia Standard & Poor's il paese è attualmente in "Selective Default"), ed il paese è stato costretto a varare drastiche misure di austerità, oltre a prevedere il taglio del valore nominale del proprio debito con i creditori privati. Il cosiddetto "haircut" si dovrebbe attestare intorno al 53%. Nel 2011 il Fondo Salva Stati ha inoltre effettuato tre interventi di sostegno sia per il Portogallo che per l'Irlanda. Il varo di politiche di austerità è stato comunque sollecitato anche per gli altri paesi a rischio dal Fondo Monetario Internazionale e dall'Unione Europea.

Il peggiorare dell'andamento delle economie mondiali ha inoltre fatto sì che dal 2011 venisse effettuato dalle principali agenzie il downgrading del rating di numerosi paesi, oltre alla Grecia: si è verificata la perdita del livello, storicamente ritenuto consolidato, della AAA per Stati Uniti, Austria, e Francia, tutti passati a AA+, il passaggio a BBB+ per l'Italia e per l'Irlanda, a BB per il Portogallo, ad A per la Spagna.

Infine l'European Financial Stability Facility, o Fondo Salva Stati, il quale avrebbe dovuto cessare la sua attività una volta ottenuto il rimborso dei prestiti a Irlanda e Portogallo, non sarà sostituito a luglio 2012 dall'European Stability Mechanism, il meccanismo di salvataggio permanente, come originariamente previsto. E' possibile infatti che i due istituti coesistano ancora per qualche anno per aggregare le dotazioni di capitale da utilizzare per il salvataggio dei paesi in difficoltà, pari a 200 miliardi non ancora usati del fondo salva stati, ed a 500 miliardi del futuro meccanismo permanente europeo ESM.

La situazione dell'Italia (il cui rating è stato tagliato da S&P a BBB+) è particolarmente critica: a fine anno si è registrata una forte contrazione del Pil, -0,4%, valore che fa ufficialmente entrare lo Stato Italiano in fase recessiva. Continua inoltre ad aumentare la disoccupazione, che raggiunge livelli record. A dicembre il tasso di disoccupazione è salito all'8,9% (la disoccupazione giovanile si attesta poi al 31%) in aumento di 0,1 punti percentuali rispetto a novembre e di 0,8 punti percentuali su base annua: battute, in

negativo, anche le stime degli analisti che prevedevano un tasso al 8,7%. Si tratta del dato più alto dal gennaio 2004, anno d'inizio delle serie storiche mensili dell'Istat.

Mercati Finanziari

Dopo il 2010, anno complessivamente favorevole per i mercati azionari si è assistito nel corso del 2011 ad una generalizzata situazione di crisi, riscontrabile nei principali indici.

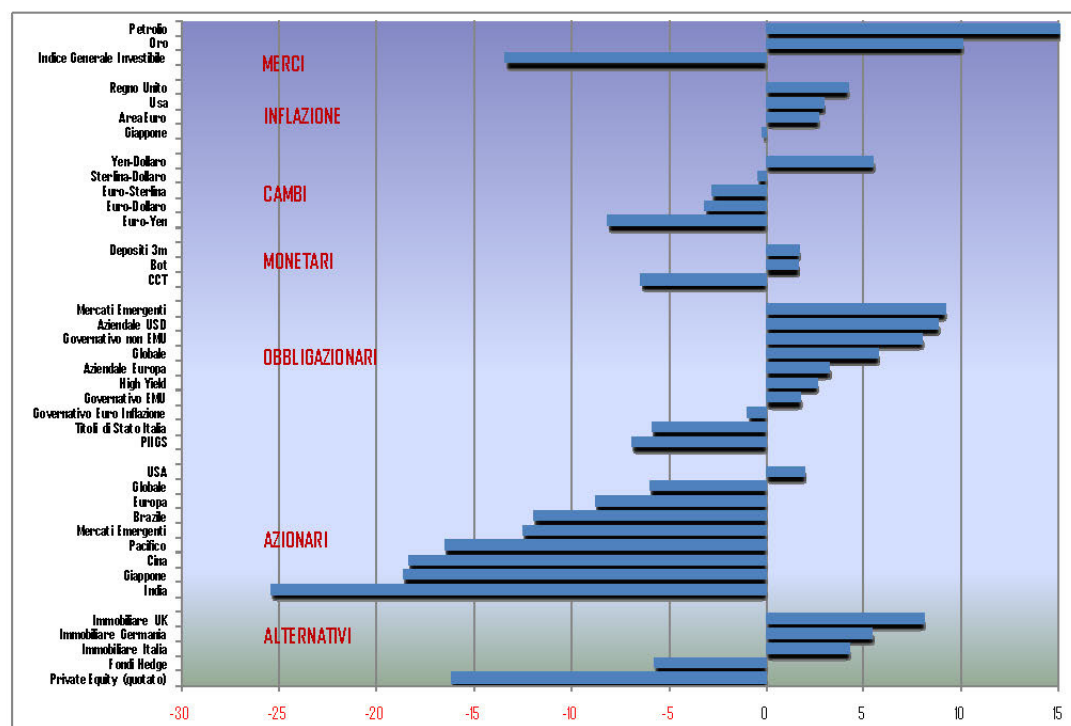
Il tema principale dell'anno è stato il ritorno di una più marcata percezione del rischio sulle asset class più volatili innestato in particolare dai timori di tenuta dell'area Euro, dove hanno performato negativamente rispetto al resto delle altre aree sia il cambio, sia il mercato azionario che quello obbligazionario.

L'indice globale azionario, ha fatto registrare un -6%, con perdite maggiori nei mercati emergenti il cui indice si attesta a -12,5% tra cui spicca l'India (-25%). Meglio hanno tenuto i mercati dei paesi sviluppati che hanno segnato complessivamente un -5% con il mercato USA positivo (+2%), il mercato Europeo a -8% e in coda il Giappone a -19%.

Per quanto riguarda la zona Euro al CAC 40 index (Francia) che guadagna uno 0.90% si sono contrapposti gli andamenti negativi dei maggiori indici continentali, ad esempio Dax (Germania) -14.69%, Ibex 35 (Spagna) -13.11% e Ftse Mib (Italia) -17.05%.

In relazione all'andamento delle principali valute, l'euro ha perso terreno rispetto a tutte le principali valute di riferimento (dollaro, sterlina, yen). Lo yen ha mostrato un recupero rispetto al dollaro.

Dopo un 2010 in forte ascesa (+17%) il trend delle commodities si è invertito nel 2011 segnando un -13%. Tuttavia l'oro, bene rifugio, è rimasto tra gli acquisti dell'anno (+10%) insieme al greggio che chiude a +15% rispetto lo scorso anno.



I mercati obbligazionari globali hanno avuto una buona performance (+5,7%), in particolare concentrata nei mercati emergenti, vero tema di investimento del 2011.

Come nell'anno precedente, i mercati obbligazionari dell'area Euro sono stati dominati dalla crisi del debito sovrano impattando sull'indice attestatosi a fine anno a +1,8%.

Il peggior mercato obbligazionario Euro è stato quello dei titoli di stato italiani che ha segnato -6% ed ha quasi totalmente contribuito alla performance negativa dell'indice dei PIIGS (-7%). In Italia il CDS a 5 anni (Credit Default Swap che misura il rischio di fallimento di un emittente) ha più volte superato quota 500bp, toccando il record di 569.53 bp nella giornata del 13 dicembre.

L'asset Allocation Strategica ed il rischio

La Fondazione ENPAM si è avvalsa di un consulente esterno (Iscritto all'albo CONSOB) sia per la definizione della AAS, attraverso un modello di ottimizzazione basato sui rendimenti attesi, la volatilità di ciascuna classe di investimento e la matrice di correlazioni, sia per la misurazione del rischio del portafoglio effettuata ex-post alla fine di ciascun trimestre.

Gli Organi Statutari dell'Ente sono consapevoli che si possono verificare periodi con dei risultati anche negativi a causa della non prevedibilità e volatilità nel breve termine dei mercati finanziari, soprattutto quelli azionari.

L'accettazione di questa strategia, basata sulla moderna teoria di portafoglio, implica che l'orizzonte temporale di valutazione dell'investimento è di medio-lungo termine, adatto ad un fondo pensione come ENPAM che ha orizzonti di lungo periodo.

La dislocazione degli investimenti effettivi rispetto alla Asset Allocation Strategica determina la Asset Allocation Tattica (AAT) ed il rischio effettivo del portafoglio di investimento di ciascun trimestre così da poter evidenziare le principali tendenze nelle asset class:

Asset Allocation Tattica

Asset Class	IV	III	II	I	2010 IV
MONETARIA	16,8%	14,6%	10,5%	6,9%	7,3%
OBBLIGAZIONARIA	32,8%	32,6%	35,7%	37,1%	37,6%
Titoli di Stato area Euro	15,7%	13,5%	15,9%	16,5%	16,0%
Titoli Societari area Euro	11,7%	13,0%	13,3%	14,0%	14,3%
Titoli di Stato Mondo (ex Euro)	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	0,6%
Titoli societari area USA	1,2%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%
High Yield	2,2%	2,4%	2,5%	2,4%	3,1%
Paesi emergenti	1,4%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%
INFLAZIONE	2,2%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%
AZIONARIA	5,7%	5,7%	6,6%	7,0%	6,7%
Europa	3,2%	3,1%	3,7%	3,8%	3,5%
USA	0,9%	0,9%	1,1%	1,1%	1,1%
Pacifico	0,8%	0,8%	0,7%	0,8%	0,8%
Mercati emergenti	0,9%	1,0%	1,1%	1,3%	1,3%
ALTERNATIVI	3,7%	3,9%	4,6%	4,5%	4,4%
Hedge Funds	2,3%	2,5%	2,6%	2,3%	2,1%
Commodity	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%
Private Equity	0,6%	0,5%	1,1%	1,1%	1,1%
Immobiliare	38,8%	40,8%	40,2%	41,9%	41,4%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Nel corso dell'anno 2011 si è assistito ad un progressivo aumento degli investimenti monetari dovuto al parcheggio temporaneo delle risorse in strumenti più liquidi essenzialmente sia per motivi afferenti alla riorganizzazione della governance sul processo di investimento dell'Ente e sia per l'elevata volatilità registrata per quasi tutte le asset class. Nell'ambito degli investimenti a breve termine sono stati effettuati depositi vincolati per 450 milioni di euro con un rendimento medio netto di circa il 4,08%. In relazione, invece, alle disponibilità impiegate mediante il ricorso ad operazioni in pronti contro termine, si è realizzato un rendimento netto del 3,25% circa, considerando un capitale medio investito nel corso di tutto il 2011 di circa 486,5 milioni di euro. Nel dettaglio, sono state effettuate 10 operazioni tutte mediante gare in pronti contro termine.

Nell'ultimo trimestre, a causa dell'elevato innalzamento del rischio di credito e di controparte, è stato deciso di indire gare in PCT ricorrendo esclusivamente ai primi 30 istituti bancari italiani per attivi ed inserendo come sottostante alle operazioni esclusivamente titoli di stato governativi italiani ed europei dei paesi "core".

Nell'ultimo trimestre dello scorso esercizio, sempre nell'ambito di allocazione del programma di liquidità, sono stati acquistati titoli di stato governativi europei per 300 milioni e fondi di liquidità per 420 milioni di euro.

Il primo strumento di controllo del rischio è dato dalla verifica della distribuzione dell'attivo investito nelle diverse classi di strumenti finanziari rispetto alla Asset Allocation Strategica (AAS).

La tabella seguente riporta la AAS in essere nel 2011 e gli scostamenti effettivi del portafoglio alla fine di ciascun trimestre:

Scostamenti da Asset Allocation Strategica

Asset Class	IV	III	II	I	AAS
MONETARIA	14,8%	12,6%	8,5%	4,9%	2,0%
OBBLIGAZIONARIA	11,8%	11,6%	14,7%	16,1%	21,0%
Titoli di Stato area Euro	12,2%	10,0%	12,4%	13,0%	3,5%
Titoli Societari area Euro	-0,8%	0,5%	0,8%	1,5%	12,5%
Titoli di Stato Mondo (ex Euro)	-0,7%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	1,3%
Titoli societari area USA	-0,5%	0,0%	0,1%	0,1%	1,8%
High Yield	0,2%	0,4%	0,5%	0,4%	2,0%
Paesi emergenti	1,4%	1,4%	1,5%	1,6%	0,0%
INFLAZIONE	-0%	-0%	-0%	+0%	2,5%
AZIONARIA	-9%	-9%	-8%	-8%	15,0%
Europa	-2,8%	-2,9%	-2,4%	-2,2%	6,0%
USA	-3,6%	-3,6%	-3,4%	-3,4%	4,5%
Pacifico	-1,2%	-1,2%	-1,3%	-1,2%	2,0%
Mercati emergenti	-1,6%	-1,5%	-1,4%	-1,2%	2,5%
ALTERNATIVI	-6%	-6%	-5%	-5%	9,5%
Hedge Funds	-4,7%	-4,5%	-4,4%	-4,7%	7,0%
Commodity	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,1%	1,0%
Private Equity	-0,9%	-1,0%	-0,4%	-0,4%	1,5%
Immobiliare	-11,2%	-9,2%	-9,8%	-8,1%	50,0%

Dalla tabella emerge una sovraesposizione al mercato obbligazionario Euro (in particolare dovuta ai Titoli di Stato Italiani) ed una sottoesposizione al mercato azionario e agli alternativi.

Ciò ha comportato un effetto negativo perché, come evidenziato, il mercato obbligazionario italiano è stato tra quelli più penalizzati nell'anno, e positivo perché la sottoesposizione azionaria e alternativi hanno contribuito positivamente a subire minor perdite.

Complessivamente la performance dell'indice composito della Asset Allocation Strategica dell'Ente nel 2011 ha segnato un +1,1%.

Questo dato è confrontabile grosso modo con il dato di redditività finanziaria complessiva che dovrebbe basarsi su una valutazione mark to market del rendimento dell'attivo fruttifero dell'Ente.

Il Valore a Rischio (VAR) del portafoglio obbligazionario (compresa la liquidità) secondo le analisi del Risk manager è di circa il 2,1% (base mensile al 99mo percentile) ed è inferiore a quello del benchmark che è del 2,7%.

Il VAR obbligazionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 126 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 126 milioni con una probabilità dell'1%.

Tale dato è ritenuto contenuto dal Risk Manager e dipende principalmente dalla abbondante esposizione nella classe monetaria che, tuttavia, in condizioni di stress dei mercati monetari (credit crunch) come quelle del 2011 rimane sottostimato.

Il Risk Manager evidenzia anche che il maggior contributo alla rischiosità del portafoglio è dato dalla concentrazione nelle obbligazioni strutturate i cui fattori di rischio si aggiungono a quello già importante di credito della controparte, per di più del settore bancario. Il peso di questa componente (rilevata principalmente nella asset class Titoli societari area Euro) è in netto calo già da due anni e l'Ente intende proseguire su questa tendenza non comprando più titoli strutturati e portando i rimanenti a scadenza naturale nel corso dei prossimi anni e, ove conveniente caso per caso, anticipandone la vendita.

I titoli strutturati scaduti e smontati nel 2011 hanno realizzato un rendimento complessivo dell'1,6% nell'arco della loro durata, considerando che tra questi sono inclusi i minor valori di rimborso dei titoli collegati a Lehman.

Il Valore a Rischio (VAR) del portafoglio azionario secondo le analisi del Risk Manager è di circa il 6% (base mensile al 99mo percentile).

Il VAR azionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 42 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 42 milioni con una probabilità dell'1%.

Il 2011 ha visto anche l'Ente impegnarsi nella definizione di una nuova AAS che parte direttamente da una analisi delle passività prospettiche nella ipotesi che la riforma della previdenza, approvata dagli iscritti, possa entrare in vigore nel corso del 2012.

La nuova Asset Allocation Strategica (provvisoria perché si basa sulla ipotesi di cui sopra) definita prevede un rendimento lordo atteso del 5,2% a fronte di una volatilità del 5,4% con un orizzonte a 5 anni circa.

La tabella riassume nel dettaglio la distribuzione dei pesi e le variazioni rispetto alla nuova Asset Allocation Strategica deliberata.

Asset Class	Nuova AAS 2012	AAS 2010	Delta
MONETARIA	5,0%	2,0%	+3%
OBBLIGAZIONARIA	41,0%	21,0%	+20%
Titoli di Stato area Euro	12,0%	3,5%	+9%
Titoli Societari area Euro	9,0%	12,5%	-4%
Titoli di Stato Mondo (ex Euro)	10,0%	1,3%	+9%
Titoli societari area USA	6,0%	1,8%	+4%
High Yield	2,0%	2,0%	+0%
Paesi emergenti	2,0%	0,0%	+2%
INFLAZIONE	4,5%	2,5%	+2%
AZIONARIA	9,0%	15,0%	-6%
Europa	3,0%	6,0%	-3%
USA	2,5%	4,5%	-2%
Pacifico	1,5%	2,0%	-1%
Mercati emergenti	2,0%	2,5%	-1%
ALTERNATIVI	5,5%	9,5%	-4%
Hedge Funds	3,0%	7,0%	-4%
Commodity	1,0%	1,0%	+0%
Private Equity	1,5%	1,5%	+0%
Immobiliare	35,0%	50,0%	-15%
Totale	100,0%	100,0%	+0%
Rendimento atteso Lordo	5,2%	7,1%	
Volatilità attesa	5,4%	6,9%	

La nuova AAS prevede un minor peso del comparto immobiliare e del comparto azionario a favore del comparto obbligazionario, in particolare globale e paesi emergenti. In oltre, la nuova AAS evidenzia una riduzione di rendimento e rischio atteso che sono stati valutati dagli Organi competenti.

Il portafoglio finanziario della Fondazione ENPAM.

Il portafoglio finanziario escluso il comparto immobiliare copre poco oltre il 60% dell'attivo a valori di mercato ed è distribuito come segue:

Portafoglio Finanziario

Asset Class	AAT	AAS	Scostamento
MONETARIA	27,4%	4,0%	+23%
OBBLIGAZIONARIA	53,6%	42,0%	+12%
Titoli di Stato area Euro	25,6%	7,0%	+19%
Titoli Societari area Euro	19,1%	25,0%	-6%
Titoli di Stato Mondo (ex Euro)	0,9%	2,5%	-2%
Titoli societari area USA	2,0%	3,5%	-1%
High Yield	3,7%	4,0%	-0%
Paesi emergenti	2,3%	0,0%	+2%
INFLAZIONE	3,6%	5,0%	-1%
AZIONARIA	9,3%	30,0%	-21%
Europa	5,2%	12,0%	-7%
USA	1,4%	9,0%	-8%
Pacifico	1,3%	4,0%	-3%
Mercati emergenti	1,5%	5,0%	-4%
ALTERNATIVI	6,0%	19,0%	-13%
Hedge Funds	3,7%	14,0%	-10%
Commodity	1,4%	2,0%	-1%
Private Equity	0,9%	3,0%	-2%
Totale	100,0%	100,0%	+0%

Il rendimento della AAS del portafoglio finanziario 2011 si attesta al -2,3%.

Il contributo relativo alla posizione effettiva (Asset Allocation Tattica) calcolata con indici di mercato evidenzia un segno positivo per +3,1%: il rendimento di un portafoglio distribuito secondo i pesi della AAT in modo indicizzato sui benchmark di mercato avrebbe reso un +0,8% contro il rendimento secondo i pesi della AAS che sarebbe stato del -2,3%.

Il rendimento effettivo del portafoglio è spiegato residualmente dalla selezione titoli ovvero quanto l'Ente con la sua struttura di portafoglio tra gestione diretta e gestione indiretta ha realizzato in più/meno rispetto al mercato.

La struttura del portafoglio suddivisa tra gestione diretta e gestione indiretta tramite operatori specializzati con delega di gestione (SGR Italiane) evidenzia una stima dei seguenti risultati finanziari:

Gestioni Patrimoniali in delega:	- 2,2%
Titoli di Stato diretti:	- 5,7%
Altri titoli obbligazionari diretti:	- 6,1%
Fondi ed ETF diretti:	- 4,9%
Azioni dirette	3,7%
Titoli di altri stati diretti	0,6%
Titoli floater diretti	3,2%
Liquidità (<i>depositi, P/T, mutui</i>)	2,6%

Complessivamente il rendimento finanziario mark to market (da confrontare con quello della AAS) stimato del portafoglio è stato di -2,3%.

Alla luce di quanto illustrato ed esposto nelle tabelle precedenti:

- Le attività finanziarie totali hanno prodotto una redditività lorda pari al -2,3% e netta del -2,59%;
- Gli strumenti finanziari sia immobilizzati e non, (titoli, azioni, partecipazioni in private equity ed altri investimenti) hanno prodotto una redditività lorda pari al -3,73%, al netto degli oneri di gestione pari al -3,77% ed al netto anche delle imposte pari al -3,98%.

Il criterio posto in adozione per determinare detti indici, non tiene conto delle classificazioni in bilancio dei titoli secondo la loro destinazione funzionale e di conseguenza dei criteri valutativi esposti nella nota integrativa, ma esprime una misura di redditività intesa in termini gestionali ottenuta, partendo dai dati contabili, dal confronto con i valori di mercato applicando il concetto del "mark-to market" ossia il metodo di valutazione in base al quale il valore di uno strumento o contratto finanziario è sistematicamente aggiustato in funzione dei prezzi correnti di mercato.

Riepilogando su tutto il portafoglio:

Rendimento del Portafoglio finanziario nel 2011	Rendimento della AAS 2011	Differenza di rendimento
-2,3%	-2,3%	0%

Questa minor creazione di valore complessiva del portafoglio è attribuibile essenzialmente a

Rendimento in eccesso o riduzione della AAS	di cui derivante da scelte tattiche	di cui derivante da scelte di selezione titoli
0%	+3,1% diff. AAT-AAS= +0,8%-(-2,3%)	-3.1%

"La scelta di mantenere una maggiore componente di liquidità nel portafoglio di investimento ed una minore esposizione al mercato azionario e degli hedge fund ha portato un contributo positivo al rendimento finanziario del portafoglio per il 3,1%. La composizione dei comparti del portafoglio ovvero, la selezione dei titoli in cui si è effettivamente investito, ha portato un contributo negativo del 3,1% che ha annullato completamente il precedente. La causa di questo risultato è data dalla non corretta esposizione agli indici obbligazionari Euro determinata da due elementi: il portafoglio illiquido strutturati ed il portafoglio Titoli di Stato".

Portafoglio investimenti mobiliari

INVESTIMENTI MOBILIARI IMMOBILIZZATI		INVESTIMENTI MOBILIARI NON IMMOBILIZZATI	
INVESTIMENTI DIRETTI		INVESTIMENTI DIRETTI	
TITOLI DI STATO	762.578.231	TITOLI DI STATO	457.822.538
TITOLI OBBLIGAZIONARI	2.718.568.099	TITOLI OBBLIGAZIONARI	0
AZIONI	100.799.350	O.I.C.V.M.	1.190.675.036
POLIZZE ASSICURATIVE	49.877.139	GESTIONI PATRIMONIALI MOBILIARI	
PARTECIPAZIONI IN FONDI DI PRIVATE EQUITY	62.034.779	GESTIONI PATRIMONIALI MOBILIARI	657.894.953
PARTECIPAZIONI IN SOCIETÀ E FONDI IMMOBILIARI	2.128.950.649	GESTIONI PATRIMONIALI IN FONDI	76.106.000
Totale	5.822.808.247	Totale	2.382.498.527

Totale portafoglio investimenti mobiliari € 8.205.306.774.

In osservanza del criterio di prudenza dettato dal codice civile, il patrimonio mobiliare non comprende la plusvalenza derivante dal confronto tra il valore di carico dei titoli in bilancio ed il loro valore di mercato, che ammonta a complessivi € 140.683.074, di cui € 31.424.713 relativa alle gestioni patrimoniali, € 52.812.369 per la gestione diretta ed € 56.445.992 relativa alle partecipazioni in società e fondi immobiliari. Il patrimonio complessivo se si considerassero tali maggiori valori, sarebbe quindi pari ad € 8.345.989.848.

Nuovo assetto organizzativo per la gestione del patrimonio

Nelle sedute del 10 e del 24 giugno 2011, la Fondazione, avendo come linea guida la relazione del prof. Mario Monti presentata il 20 maggio nella quale veniva proposta un'ampia panoramica dei modelli organizzativi dei fondi pensione Europei in relazione alla governance di gestione degli investimenti, deliberava il proprio modello organizzativo e di governance, incidendo anche nell'assetto della propria struttura.

Si ricorda che la relazione del Prof. Monti prendeva in esame le maggiori Istituzioni Europee nel settore, valutate in termini di attivi in gestione (AUM, asset under management), evidenziando quali punti in comune tra tutte le Istituzioni analizzate:

- la determinazione e l'approvazione dell'Asset Allocation Strategica sono responsabilità del Consiglio di Amministrazione; soggetti esterni possono supportare questi processi che devono però essere sempre condivisi ed approvati dal Consiglio di Amministrazione attraverso un dialogo costruttivo;
- l'Asset Allocation Strategica è determinata in un'ottica di gestione delle attività e delle passività (Asset Liability Management);
- è opportuno che un organismo funga da intermediario tra le direttive del Consiglio di Amministrazione e le indicazioni di carattere tecnico dell'area finanza nell'implementazione dell'AAS; tale organismo può essere definito Comitato Investimenti. All'interno del Comitato Investimenti è opportuno prevedere la presenza, anche non in organico, di esperti esterni che apportino competenze tecniche specifiche;
- la gestione ed il controllo del rischio (risk management o risk advisor) deve essere indipendente e separata dall'attività di investimento e di definizione dell'asset allocation, sia tattica che strategica.

Dalla stessa analisi emersero alcune differenze tra i vari fondi pensione:

- quasi tutti gli Istituti ricorrono a consulenti esterni su specifici temi quali il risk management, la selezione dei gestori, le due diligence, i report di performance e la gestione degli investimenti.
- la gestione diretta degli investimenti è spesso delegata esternamente:
- poche Istituzioni gestiscono internamente la totalità del portafoglio. Questo accade soprattutto per realtà molto grandi con masse in gestione che superano i 50 miliardi di Euro e ciò avviene perché (i) hanno risorse interne paragonabili a veri e propri asset managers che prendono decisioni molto specifiche in termini di asset allocation, con il proprio back office e che gestiscono processi di esecuzione completamente interni, (ii) offrono a loro volta servizi di gestione ad altri clienti istituzionali;
- la maggior parte delle Istituzioni delegano esternamente parte o tutta l'attività di gestione, mantenendo spesso internamente il risk management e l'attività di due diligence;
- poche Istituzioni scelgono mandati fiduciari (*fiduciary management*) che consistono nel delegare sia le scelte di asset allocation e sia la selezione dei gestori.

In evidente sintonia con le indicazioni fornite dal prof. Mario Monti, il Consiglio di amministrazione della Fondazione, nella seduta del 24 giugno 2011, ha adottato il seguente organigramma di riorganizzazione della governance degli investimenti:



La lettura del soprastante organigramma sottintende i seguenti dispositivi:

- l'Asset Allocation Strategica viene approvata dal Consiglio di Amministrazione su proposta della struttura (Chief Investment Officer e Direttore Generale) e di un consulente dedicato;
- l'UVIP (già Comitato Investimenti nella relazione di Monti) propone l'Asset Allocation tattica, vigila sugli investimenti e seleziona i gestori proposti dalla struttura con l'aiuto di un advisor; il Consiglio di Amministrazione delibera sulle proposte dell'UVIP;
- Il Risk Advisory è esterno, vigila sul portafoglio e riferisce direttamente all'UVIP ed al Consiglio di Amministrazione.

Come detto la Fondazione ha, sin dal Giugno 2011, approvato la nuova governance e prontamente attuato le scelte adottate con la (i) costituzione dell'UVIP e la nomina di tutti i suoi membri, (ii) la modifica della struttura (Area Gestione Patrimonio e CIO).

Attualmente pertanto l'Area Gestione Patrimonio si articola in due servizi:

- ▷ il Servizio Investimenti Immobiliari, che provvede alla parte di patrimonio della Fondazione con rischio "immobiliare";
- ▷ il Servizio Investimenti Finanziari che gestisce la restante parte del patrimonio che è possibile definire di tipo mobiliare.

Considerazione sulla redditività complessiva del comparto immobiliare E.N.P.A.M

Anche per l'esercizio in esame, come è già stato per i precedenti, si è ritenuto utile fornire una visione globale del patrimonio immobiliare a reddito della Fondazione, direttamente o indirettamente interamente di proprietà dell'Ente, riconducibile allo stato attuale a tre diversi "contenitori" societari:

- la Fondazione Enpam cui si riferiscono tutti i dati del patrimonio immobiliare fin qui esposti nella presente relazione;
- l'Enpam Real Estate S.r.l. a socio unico, interamente di proprietà della Fondazione, che, oltre alla gestione integrata del patrimonio diretto dell'Ente, gestisce in usufrutto immobili prevalentemente a destinazione d'uso turistico/alberghiera, di cui è nudo proprietario l'Ente¹;

¹ L'Enpam Real Estate S.r.l. è anche piena proprietaria di un immobile ad uso uffici in Roma

- il Fondo immobiliare chiuso Ippocrate le cui quote sono tutte di proprietà della Fondazione e, al 31 dicembre 2011, era proprietario e gestiva 21 immobili acquistati a partire dal marzo 2007.
- il Fondo immobiliare chiuso Q3 le cui quote sono pressoché (90% circa) tutte di proprietà della Fondazione e, al 31 dicembre 2011, era proprietario e gestiva 2 immobili.

Al momento non sono stati considerati, nei conteggi che seguono, i fondi immobiliari di cui la Fondazione possiede una percentuale ridotta di quote.

I tre contenitori societari diversi dalla Fondazione, così come indicati, hanno distinta persona giuridica e completa autonomia operativa e, pertanto, presentano un proprio bilancio consuntivo delle attività.

Fornire pertanto, come di seguito faremo, un dato “consolidato” delle quattro diverse realtà societarie è, di per se, un artificio che tuttavia, a parere degli scriventi, merita attenzione in quanto rende evidenti i risultati conseguenti alle strategie che la Fondazione ha messo in atto negli ultimi anni.

Si precisa inoltre che i dati evidenziati per il fondo Q3 sono da apprezzare solo dal punto di vista qualitativo in quanto la Fondazione: (i) nel 2011 è stata proprietaria del 90% circa delle quote di Q3 per circa metà anno, (ii) acquisirà la totalità delle quote del fondo solo nel corso del 2012. Ciò nondimeno è parso utile trattare i dati di Q3 come quelli di Ippocrate in vista del prossimo completamento dell'acquisto delle quote.

Nella tabella che segue sono riportati, per i quattro contenitori, le redditività lorde e nette dei rispettivi patrimoni immobiliari, calcolate nel rispetto dei criteri dettati dalla Commissione Bicamerale.

Parti del patrimonio della Fondazione	valori di bilancio 2011	reddito lordo 2011	reddito lordo % 2011	reddito netto 2011	reddito netto % 2011
beni di proprietà ENPAM uso terzi	1.806.255.166	103.855.739	5,75%	22.498.293	1,25%
beni in usufrutto o proprietà ERE	413.776.852	25.820.511	6,24%	15.147.442	3,66%
beni nel fondo immobiliare Ippocrate	1.906.487.390	105.352.431	5,86%	64.091.225	3,56%
beni nel fondo immobiliare Q3	103.480.000	6360923	6,15%	4.147.773	4,01%
Totale	4.229.999.408	241.389.604	5.86%	105.884.773	2,59%

L'analisi dei dati precedenti² suggerisce qualche considerazione.

2:

- Il rendimento degli immobili di proprietà diretta è al netto delle plusvalenze realizzate;
- il rendimento netto della ERE è calcolato al netto della tassazione del 27,5% sul 49,72% dell'utile;
- il rendimento netto del Fondo Ippocrate è calcolato non considerando le variazioni, non consolidate, dei valori immobiliari e al netto della tassazione utilizzando un'aliquota sul reddito da capitale pari al 20%;
- i rendimenti lordo e netto del fondo Q3 sono calcolati per il totale delle quote del fondo e in ragione del periodo (sei mesi circa) del 2011 in cui la Fondazione è stata proprietaria delle quote del fondo stesso; il rendimento netto è calcolato detraendo dagli utili un'aliquota sul reddito da capitale pari al 20%;

La redditività lorda delle quattro parti in cui è possibile suddividere il patrimonio immobiliare della Fondazione a seconda del "contenitore societario" in cui è inserito, è molto simile ed in linea con il miglior mercato: i valori variano dal 6,24% del patrimonio gestito dall'Enpam Real Estate al 5,75% del patrimonio diretto, ma questa forbice si riduce qualora si depurino i dati dal recupero spese che rappresenta in verità solo una "partita di giro"³.

La scala dei valori per le tre parti di patrimonio si differenzia qualora dalla redditività lorda si passi a quella netta che vede il maggior valore, 3,66%, riferito all'Enpam Real Estate ed il peggiore, 1,25%, calcolato per il patrimonio diretto.

A determinare il forte decadimento della redditività, da lorda a netta, del patrimonio diretto è, oltre al cattivo andamento del mercato 2011, soprattutto la tassazione dei canoni e i costi diretti e di gestione, mentre sia i fondi che la società di capitali si giovano di un regime fiscale più favorevole che determina un minor abbattimento del reddito; è questa una conferma della bontà delle scelte fatte dalla Fondazione negli anni scorsi, che hanno consentito oggi di elevare di quasi un punto percentuale il valore del reddito netto complessivo dell'Ente.

Informazioni concernenti l'ambiente ed il personale

La Fondazione, nell'espletamento della sua attività, non ha causato alcun danno all'ambiente e non ha ricevuto né sanzioni o pene inflitte per reati o danni ambientali.

Relativamente al personale va segnalato che non ci sono stati infortuni gravi sul lavoro che hanno comportato lesioni ai dipendenti iscritti nel libro matricola per i quali sia stata accertata una responsabilità aziendale, tantomeno non risultano addebiti in ordine a malattie professionali su dipendenti o ex dipendenti e cause di mobbing per cui la Fondazione sia stata dichiarata responsabile.

Così come nell'anno precedente, la Direzione del Dipartimento ha collaborato nelle attività della Commissione Iniziative Speciali di cui è parte, nel supporto alle valutazioni delle attività istituzionali straordinarie, definite appunto iniziative speciali di possibile, specifica incentivazione.

In materia di Ridefinizione dei modelli organizzativo-gestionali, e in riferimento all'organigramma aziendale e al dimensionamento degli organici, l'anno 2011 è stato caratterizzato in particolare dall'attuazione di novità derivanti da alcune importanti modifiche ristrutturative a miglioramento del disegno organizzativo della Fondazione in un'ottica evoluta.

Al riguardo nella Fondazione si sono svolti gli effetti operativi della costituzione della Società Enpam Real Estate, a favore della quale l'ENPAM ha disposto il distacco di n°28 risorse umane, ed il Dipartimento ha supportato operativamente la fase di avvio e di organizzazione dal punto di vista del personale distaccato. Poi si sono avuti i riflessi delle modifiche all'organigramma della Fondazione che hanno conseguentemente portato ad un nuovo assetto del Patrimonio, oltre che dei Servizi Integrativi e della Comunicazione, il tutto con svariate ripercussioni lavorative interne.

In merito ai programmi formativi, si è raggiunta una maggiore strutturazione della formazione come leva strategica per il personale della Fondazione, dando attuazione anche allo studio ed alla progettazione del monitoraggio sulla misura dell'efficienza e dell'efficacia della formazione stessa.

Si è proseguito poi nel costante aggiornamento della collocazione logistico-distributiva del personale nella nuova Sede della Fondazione di Piazza Vittorio con studi e predisposizione delle postazioni lavorative nominative in linea con la reale, dinamica configurazione delle singole unità organizzative. Numerosi sono stati le riunioni, i

³ il recupero spese è interamente compensato dai costi diretti che, detratti dal reddito lordo insieme ai costi di gestione, Ires e Ici, consente poi di calcolare il reddito netto;