

## LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

## Il rendimento del patrimonio della Fondazione e la valutazione al 31 dicembre 2014

L'analisi del rendimento del patrimonio, di seguito riportata, si focalizza su due aspetti:

1. L'analisi del rendimento a valori contabili, ovvero quello effettivamente realizzato, calcolato sia per il patrimonio mobiliare che immobiliare, tenendo conto dei proventi immobiliari (canoni, plusvalenze da dismissione immobiliare, recupero spese) e dei proventi finanziari (dividendi e cedole maturate nell'esercizio, plusvalenze e minusvalenze da negoziazione, riprese di valore su titoli) al netto delle spese immobiliari sostenute e degli oneri finanziari e fiscali;
2. L'analisi del rendimento al fair value, ovvero quello che tiene conto della valutazione complessiva del patrimonio, alla fine dell'esercizio, effettuata sulla base dei valori di quotazione e dei NAV comunicati dalle controparti, ovvero in base al valore del listino di frazionamento dell'esperto indipendente eventualmente aggiornati con i più recenti valori dell'OMI (osservatorio del mercato immobiliare) per gli immobili ancora di proprietà della Fondazione.

### Analisi del rendimento a valori contabili

Il rendimento del patrimonio mobiliare a valori contabili, calcolato rispetto al valore medio di portafoglio, evidenzia un dato in netto miglioramento rispetto al 2013, attestandosi sull'1% (0,66% nel 2013). Il miglioramento dei rendimenti è frutto degli investimenti effettuati negli ultimi due anni, tutti caratterizzati da un elevato grado di liquidità e da flussi cedolari periodici. Il rendimento calcolato tiene conto altresì delle svalutazioni operate in applicazione dei criteri di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione e dell'accantonamento della plusvalenza dismissioni al fondo del passivo appositamente creato.

Asset class	% Investita su patrimonio	Valore di carico al 31.12.2014	Valore di carico medio	Risultato finanziario lordo	Svalutazioni/riprese di valore	Risultato finanziario netto	Rendimento a valori contabili lordo	Rendimento a valori contabili
Fondi monetari e liquidità a breve	6,56%	424.233.086	413.466.594	3.980.832,50	-	3.184.666,00	1%	1%
<b>Titoli di debito</b>	<b>9,67%</b>	<b>625.678.265</b>	<b>515.932.637</b>	<b>14.227.062,40</b>	<b>-</b>	<b>10.376.257,94</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>
- Titoli di stato	4,72%	305.503.036	291.353.864	9.922.664,40	-	6.938.155,32	3%	2%
- Obb. e polizze a capitalizzazione	0,73%	47.006.204	54.494.260	981.469,00	-	779.759,42	2%	1%
- Obb. strutturate	4,22%	273.169.025	170.084.512	3.322.929,00	-	2.658.343,20	2%	2%
<b>Fondi comuni di investimento</b>	<b>4,99%</b>	<b>322.809.120</b>	<b>186.358.980</b>	<b>5.372.722,00</b>	<b>-</b>	<b>4.298.177,60</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>
- Azionari	4,99%	322.809.120	186.358.980	5.372.722,00	-	4.298.177,60	3%	2,3%
Fondi immobiliari	32,93%	2.131.338.697	1.925.624.672	5.727.980,00	20.351,60	2.654.927,82	0%	0,1%
Investimenti alternativi	23,90%	1.546.686.518	1.716.106.722	24.685.506,00	-	17.836.894,75	1%	1,0%
Private equity	3,51%	227.193.273	231.482.477	1.149.204,00	(4.462.421,62)	(3.543.058,42)	0%	-1,5%
Partecipazioni societarie	0,49%	31.649.406	32.028.414	19.800,00	(857.128,54)	(841.288,54)	0%	-2,6%
<b>Patrimonio mobiliare</b>	<b>82%</b>	<b>5.309.588.364</b>	<b>5.021.000.495</b>	<b>55.163.106,90</b>	<b>(5.299.198,56)</b>	<b>33.966.577,15</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>
<b>Patrimonio immobiliare</b>	<b>18%</b>	<b>1.162.268.036</b>	<b>1.357.612.989</b>	<b>276.503.955</b>	<b>(6.800.000,00)</b>	<b>65.866.190</b>	<b>20,4%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Totale patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>6.471.856.400</b>	<b>6.378.613.484</b>	<b>331.667.062</b>	<b>(12.099.198,56)</b>	<b>99.832.767</b>	<b>5,2%</b>	<b>1,6%</b>

I fondi monetari e la liquidità a breve termine registrano un rendimento contabile pari all' 1% in linea con lo scorso esercizio.

## RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2014

Forte impulso è stato dato dall'acquisto di titoli di stato italiani, che al 31 dicembre 2014 ammontano ad Euro 306 milioni e che hanno generato proventi lordi per euro 10 milioni. Analogamente, gli investimenti in fondi comuni di investimento, effettuati nel corso del 2014, pari a complessivi euro 323 milioni (49 milioni nel 2013), hanno generato proventi lordi pari ad euro 5,2 milioni.

Il rendimento contabile netto dei fondi immobiliari risulta in diminuzione rispetto al 2013 (0,1% nel 2014, contro lo 0,54% del 2013). La diminuzione è riconducibile da un lato ai minori dividendi deliberati alla data di redazione di bilancio, dall'altra al minusvalore registrato con la fusione dei comparti del Fondo Enasarco uno, passati da quattro a due. L'effetto della fusione ha comportato la rilevazione a bilancio di una minusvalenza pari ad euro 8 milioni circa.

Il comparto degli investimenti alternativi, invece, registra un incremento, attestandosi sull'1% contro lo 0,42% conseguito nel 2013.

Per quel che riguarda gli investimenti nel private equity, si registra anche qui un significativo calo nel rendimento contabile, che passa dallo 0,37% al -1,5% per effetto delle minori distribuzioni deliberate dai fondi rispetto allo scorso esercizio e per effetto della svalutazione del fondo Atmos pari ad euro 4 milioni circa.

Infine le partecipazioni societarie, che nel 2013 hanno reso l'1,42%, nel 2014 presentano un rendimento pari a -2,6 % per effetto della diminuzione dei dividendi deliberati e della ulteriore svalutazione della partecipazione in Futura Invest, pari a circa euro 850 mila.

Per ciò che riguarda il patrimonio immobiliare, il rendimento lordo, che tiene conto anche della plusvalenza da dismissione immobiliare, si attesta sul 20,4% del valore medio degli immobili ancora in carico alla Fondazione alla fine dell'esercizio. Tale risultato, al netto di svalutazione, costi ed oneri fiscali scende al 12,5%. Se si tiene conto anche dell'accantonamento al fondo della plusvalenza da apporto, il rendimento scende al 4,9%. Complessivamente il patrimonio della Fondazione evidenzia un rendimento lordo realizzato pari al 5,2% per poi scendere al 3,2% al netto di costi ed oneri fiscali ed all'1,6% al netto dell'accantonamento della plusvalenza da apporto immobiliare.

## Analisi del rendimento a valori di mercato

Il 14 marzo 2013 il Consiglio di Amministrazione ha approvato i criteri di classificazione e valutazione in bilancio del portafoglio finanziario della Fondazione. Di seguito, una sintesi dei citati criteri:

- Criterio di classificazione: i nuovi prodotti finanziari che saranno immessi nel portafoglio della Fondazione dovranno essere classificati tra le immobilizzazioni finanziarie se considerati strategici e funzionali all'attività previdenziale della Fondazione. Di regola, i titoli assegnati al comparto investimenti ad utilizzo durevole non possono formare oggetto di operazioni di compravendita. Le operazioni riguardanti il trasferimento dei titoli dal comparto delle immobilizzazioni finanziarie a quello dell'attivo circolante ovvero la dismissione anticipata di titoli classificati ad utilizzo durevole, vanno ricondotte a situazioni che rivestono carattere di eccezionalità e straordinarietà. Le stesse devono, in ogni caso, essere approvate dall'organo amministrativo. Nel caso di delibera riguardante la riclassificazione dei titoli da un comparto all'altro, il trasferimento deve essere contabilizzato al valore risultante dall'applicazione, alla data dell'operazione, delle regole valutative del comparto di provenienza.
- Criteri di definizione della perdita durevole di valore: dovrà essere effettuato annualmente un test di impairment per i titoli di debito, le partecipazioni e le quote in fondi comuni di investimento. Per i suddetti prodotti, ad esclusione dei fondi immobiliari nei quali è confluito il patrimonio immobiliare della Fondazione oggetto di dismissione, sarà ritenuta significativa una riduzione del valore di mercato superiore al 30% e prolungata per un periodo ininterrotto di 3 anni, valutato a partire dal bilancio 2012. Per i fondi immobiliari nei quali è confluito il patrimonio immobiliare della Fondazione oggetto di dismissione sarà ritenuta significativa una riduzione del valore di mercato superiore al 30% e prolungata per un periodo ininterrotto di 5 anni. Nella valutazione degli OICR in cui esiste una protezione del capitale a scadenza, il test di impairment dovrà tenere conto di tale protezione. Annualmente dovrà essere accertata l'efficacia della suddetta protezione. Lì dove il test di verifica dell'efficacia fosse positivo, la valutazione di bilancio terrà conto della sussistenza di tale protezione a scadenza, mantenendo dunque l'iscrizione al valore di bilancio. Il superamento di entrambe le soglie sopra individuate, comporta, salvo circostanze eccezionali, la rilevazione dell'impairment con impatto sul conto economico, mediante registrazione di una svalutazione. Qualora la perdita di valore venisse meno negli esercizi successivi, sarà rilevata a bilancio una ripresa di valore, con impatto a conto economico positivo. In ogni caso il ripristino di valore non potrà mai comportare un valore contabile superiore al costo di acquisto.

La valutazione al fair value del portafoglio finanziario ha evidenziato al 31 dicembre 2014 perdite durevoli di valore per euro 5,3 milioni, iscritte a conto economico tra le rettifiche di valore di attività finanziarie. Le svalutazioni hanno riguardato il fondo Vertis, per euro 58 mila, la partecipazione in Futura Invest per euro

## LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

857 mila, già svalutati nel 2012 e 2013, ed il Fondo Atmos per euro 4,4 milioni<sup>7</sup>. Le riprese di valore, pari ad euro 20 mila, hanno invece riguardato il fondo immobiliare Italian business hotel.

In accordo con la normativa vigente e con i criteri indicati dal principio contabile OIC 3, si rappresenta che, per i test di *impairment*, utili all'applicazione dei su citati criteri di valutazione, lì dove manchi una quotazione ufficiale del titolo, è stato preso come riferimento il NAV dei fondi, comunicato ufficialmente dai gestori e dalle SGR. I NAV rappresentano attualmente la miglior stima del *fair value* dei prodotti in portafoglio in un dato periodo.

Per il patrimonio immobiliare, i valori di mercato degli immobili corrispondono con quelli risultanti dai listini di frazionamento redatti dall'esperto indipendente in sede di valutazione, aggiornati con gli ultimi valori OMI (osservatorio mercato immobiliare) pubblicati sul sito dell'Agenzia del Territorio.

Prima di passare all'analisi dei rendimenti di mercato del patrimonio, si ritiene necessario fare una dettagliata puntualizzazione sul trattamento contabile relativo ai prodotti finanziari i cui sottostanti sono rappresentati da strumenti per i quali sussista una protezione del capitale a scadenza, con particolare riferimento alla protezione rappresentata da "BTP stripped" facenti parte del Fondo Europa Plus Sca Sif.

La descrizione del trattamento contabile per gli attivi protetti da "titoli di stato" non può prescindere dalla storia degli investimenti cui tale casistica si riferisce, ovvero l'investimento in note strutturate con capitale garantito a scadenza.

Alla fine del 2007 dopo il periodo di commissariamento e facendo proprie le indicazioni del Commissario Straordinario, il Consiglio di Amministrazione ristrutturò il proprio portafoglio investendo in prodotti con garanzia del capitale a scadenza, prestata da soggetti terzi e come tale avente indirettamente un costo.

Dopo la crisi finanziaria del 2008 culminata nel fallimento di Lehman Brothers, la Fondazione è dovuta intervenire più volte al fine di mantenere l'efficacia della garanzia a scadenza ed avere dunque certezza sul rientro almeno del capitale investito precedentemente.

Dalla conclusione dell'operazione con Lehman Brothers e sino ad oggi, le modifiche intervenute ai sottostanti, ovvero ciò che accadeva all'interno della nota strutturata, non sono state prese in considerazione come singole operazioni rilevanti per la Fondazione, poiché ciò che in questa tipologia di prodotti è rilevante è la **struttura dell'operazione finanziaria**. Per struttura di un'operazione finanziaria si intende il suo profilo di rischio, concetto strettamente condizionato dalla protezione del capitale a scadenza che, dunque, lo caratterizza e definisce. Questo significa che la sola esistenza del capitale protetto a scadenza annulla ogni possibilità di perdita potenziale, poiché, al pari di un BTP zero coupon, alla scadenza predefinita verrà rimborsato l'intero capitale investito. Nelle operazioni di ristrutturazione che hanno riguardato gli investimenti alternativi, in particolare quelle relative alla ex nota Anthracite, poi diventata Cms ed infine confluita, insieme ad altri prodotti strutturati, nel Fondo Europa Plus Sca Sif, non si è mai intervenuti mutando il profilo di rischio, perché è stata sempre mantenuta la protezione del capitale a scadenza.

La Fondazione, adottando i principi contabili italiani OIC e definendo i principi applicativi (approvati dal Consiglio di Amministrazione con delibera del 13 marzo 2013) dell'OIC 20 in tema di definizione di "perdita durevole di valore", iscrive in bilancio gli investimenti alternativi protetti a scadenza al costo storico, senza operare rettifiche di valore per perdite durevoli, in virtù della sussistenza della protezione del capitale, classificandoli tra gli altri titoli delle immobilizzazioni finanziarie. Tale valutazione degli investimenti è coerente con i principi contabili nazionali ed internazionali in base ai quali **il rischio connesso ad un investimento è relativo al rischio di rimborso a scadenza** e non alle oscillazioni di valore nel tempo.

Stante il contenuto dell'OIC n. 20, è evidente come il presupposto per una svalutazione dell'attivo finanziario in portafoglio sia la ragionevole certezza di non riuscire ad avere alla scadenza prestabilita il rimborso del capitale da parte dell'emittente.

Nella fattispecie Enasarco l'investimento iniziale è protetto a scadenza, ovvero alla scadenza pattuita la Fondazione riceverà almeno le somme investite senza subire in questo modo alcuna perdita patrimoniale. Il rischio rimane circoscritto ad un mancato guadagno e non riguarda il mancato rimborso dell'intero valore dell'investimento.

Per quanto detto, il trattamento contabile degli attivi protetti segue la regola, formalizzata nel documento relativo ai criteri di classificazione e valutazione in bilancio delle attività finanziarie della Fondazione, approvato dal Consiglio di Amministrazione il 14 marzo 2013 e sopra richiamato.

Sulla corretta applicazione dei principi contabili e dunque della metodologia finora adottata per la rappresentazione e valutazione in bilancio degli investimenti alternativi con capitale protetto a scadenza, è stato rilasciato un parere professionale<sup>8</sup> che conclude evidenziando che *"i) i principi applicativi adottati da Enasarco con delibera del Consiglio di Amministrazione del 13 marzo 2013 non sono in contrasto con la*

<sup>7</sup> La descrizione dettagliata delle citate svalutazioni è riportata nella nota integrativa nella sezione dedicata alle partecipazioni ed altri titoli.

<sup>8</sup> Il parere professionale ha riguardato il trattamento contabile adottato nel bilancio 2013 per gli strumenti finanziari protetti, criterio rimasto immutato per la redazione del bilancio 2014.

## RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2014

disciplina del codice civile e con i principi contabili; ii) la valutazione degli strumenti finanziari protetti ed in particolare degli strumenti finanziari protetti da BTP stripped nel bilancio d'esercizio 2013, avvenuta in conformità con quanto indicato nei principi applicativi, non è in contrasto con la disciplina del codice civile e con i principi contabili e dunque, alla luce di quanto rappresentato può ritenersi corretta”.

Riportiamo di seguito la tabella contenente il patrimonio esposto a valori di bilancio ed al fair value. Il rendimento a valori di mercato per i prodotti finanziari viene riportato anche tenendo conto della protezione del capitale a scadenza, lì dove esistente. La protezione è rappresentata da BTP stripped ad eccezione del fondo di private equity Alpha CEE II, per il quale la garanzia è prestata da Allianz Risk Transfer n.v., e della nota strutturata Corsair 97, per il quale la garanzia è rappresentata da un'obbligazione emessa da Lloyds Bank e legata al merito di credito della Repubblica Italiana. La protezione è stata valutata a fine esercizio efficace su tutti i prodotti.

Il fair value dei prodotti finanziari liquidi è quello risultante al 31 dicembre 2014. Per i fondi per cui il rendiconto al 31 dicembre non è ancora disponibile, sono stati utilizzati i rendiconti al 30 giugno 2014 regolarmente approvati dagli organi del fondo. Infine si specifica che per il fondo Europa Plus sono stati utilizzati i dati risultanti dal rendiconto al 31 dicembre 2014, in corso di audit da parte dei revisori. Per completezza di informazione si evidenzia che il NAV del fondo al 30 giugno 2014 risulta pari ad euro 1.156 milioni circa, mentre quello al 31 dicembre 2014 sale ad euro 1.298 milioni per effetto dell'incremento di valore registrato dai BTP Stripped facenti parte del comparto Res Capital Protection, costituendone la protezione del capitale a scadenza.

La differenza tra il valore di carico ed il fair value, (per i principi contabili applicati, nazionali ed internazionali), non costituisce perdita, in quanto i titoli presenti in portafoglio sono protetti a scadenza. Infatti, come ampiamente chiarito sia nella presente relazione sulla gestione che nella nota integrativa, il rischio connesso ad un investimento è relativo al rischio di rimborso a scadenza e non anche alle oscillazioni di prezzo nel tempo.

Asset class	Valore di carico al 31.12.2014	Fair value	Fair value con protezione	Fair value medio	Fair value con protezione medio	Rendi- mento al fair value	Rendi- mento al fair value con pro- tezione
	A	B	C	D	E	(B-A)/D	(C-A)/E
Fondi monetari e liquidità a breve	424.233.086	424.233.086	424.233.086	413.466.594	413.466.594	0%	0%
<b>Titoli di debito</b>	<b>625.678.265</b>	<b>635.737.546</b>	<b>713.374.746</b>	<b>501.015.881</b>	<b>672.898.681</b>	<b>2%</b>	<b>13%</b>
- Titoli di stato	305.503.036	356.368.551	356.368.551	308.357.919	308.357.919	16%	16%
- Obb. e polizze a capitalizzazione	47.006.204	47.006.194	47.006.194	54.540.762	54.540.762	0%	0%
- Obb. strutturate	273.169.025	232.362.800	310.000.000	138.117.200	310.000.000	-30%	12%
<b>Fondi comuni di investimento</b>	<b>322.809.120</b>	<b>324.811.750</b>	<b>324.811.750</b>	<b>187.762.316</b>	<b>187.762.316</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>
- Azionari	322.809.120	324.811.750	324.811.750	187.762.316	187.762.316	1%	1%
Fondi immobiliari	2.131.338.697	2.152.644.034	2.152.644.034	1.912.332.182	1.912.332.182	1%	1%
Investimenti alternativi	1.546.686.518	1.343.835.251	1.628.508.165	1.392.679.625	1.527.247.361	-15%	5%
Private equity	227.193.273	235.760.141	240.170.141	227.043.691	219.164.150	4%	6%
Partecipazioni socie- tarie	31.649.406	29.561.263	29.721.657	29.641.460	29.641.460	-7%	-7%
<b>PATRIMONIO MOBI- LIARE</b>	<b>5.309.588.364</b>	<b>5.146.583.072</b>	<b>5.513.463.579</b>	<b>4.663.941.749</b>	<b>4.962.512.744</b>	<b>-3,5%</b>	<b>4,1%</b>
<b>PATRIMONIO IMMO- BILIARE</b>	<b>1.162.268.036</b>	<b>1.458.233.501</b>	<b>1.458.233.501</b>	<b>1.864.317.245</b>	<b>1.864.317.245</b>	<b>15,9%</b>	<b>15,9%</b>
<b>TOTALE PATRIMO- NIO</b>	<b>6.471.856.400</b>	<b>6.604.816.573</b>	<b>6.971.697.080</b>	<b>6.528.258.994</b>	<b>6.826.829.989</b>	<b>2,0%</b>	<b>7,3%</b>

Come si evidenzia nella tabella sopra riportata, l'asset class dei titoli di debito evidenzia un rendimento al



## LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

fair value del 2% che sale al 13% se si tiene conto della protezione sul capitale delle obbligazioni strutturate ivi comprese. In particolare sono rappresentate dalla nota Corsair 97, per un valore di euro 209 milioni e dall'obbligazione PIV JP Morgan, anch'essa protetta a scadenza. Da evidenziare che la plusvalenza implicita finora maturata sui titoli di stato è pari al 16%.

Per la classe investimenti alternativi, il rendimento al fair value vale -23%, mentre, tenendo conto della protezione a scadenza tale valore sale al 4%. Va evidenziato che la classe comprende il Fondo Europa Plus, per un valore di carico pari ad euro 1.466 milioni ed un valore al fair value pari ad euro 1.158 milioni, in notevole ripresa rispetto al 2013 (euro + 120 milioni di recupero). Tenendo conto della protezione del capitale a scadenza, rappresentata dai BTP contenuti nel Fondo Europa, il rendimento implicito degli investimenti alternativi sale al 4%.

Per le partecipazioni societarie, il rendimento al fair value evidenzia un minusvalore del 7%. Tale minor valore è riconducibile alla partecipazione in IVS, iscritta a bilancio per un valore pari a 12 milioni, il cui valore di quotazione al 31 dicembre 2014 è pari ad euro 8,8 milioni (euro 8,7 milioni alla fine del 2013, valore che è poi salito ad oltre 10 milioni di euro nei primi mesi del 2014 per poi riscendere nuovamente a quota euro 8,8 milioni). Va evidenziato che sebbene la differenza di valore sia prossima al 30%, il valore di quotazione della partecipazione subisce continue oscillazioni al rialzo ed al ribasso senza mostrare un trend negativo costante, fattispecie che unitamente al superamento della soglia del -30% obbligherebbe alla rilevazione di una perdita di valore con conseguente svalutazione in bilancio.

## Il patrimonio mobiliare

La Fondazione, in uno spontaneo processo di autoregolazione intrapreso in anticipo rispetto alle norme, ha avviato un percorso volto a recuperare criticità passate e stabilire nuove procedure e garanzie.

Ne sono un esempio, tra l'altro, l'adozione del modello di distribuzione nel tempo delle attività e passività della gestione finanziaria (ALM), approvata a febbraio 2015, la revisione del documento di asset allocation strategica e tattica, avvenuta ad aprile 2015, la creazione della funzione interna di controllo del rischio e la definizione di una serie di procedure di rilevante importanza per una trasparente e corretta conduzione della gestione finanziaria. Tale processo di ridefinizione delle regole di gestione vedrà il suo completamento entro il I semestre 2015, mediante l'approvazione del documento sulla politica d'investimento, in attesa che venga emanato il cosiddetto "Regolamento 703" delle Casse.

Il generale percorso di rinnovamento della Fondazione ha implicato un processo di riorganizzazione del patrimonio mobiliare, volto a ridisegnarne le caratteristiche e a renderle maggiormente rispondenti alle esigenze di una Cassa di previdenza e in linea con le migliori prassi internazionali.

Come noto, a partire dagli anni 2001-2004 furono effettuati una serie di investimenti in prodotti strutturati che, dopo la crisi finanziaria del 2008, si sono rilevati non in linea con le esigenze degli enti previdenziali. Di contro, all'epoca, tale tipo di investimenti era consigliato da tutti gli istituti bancari ed, infatti, li acquistarono non solo la Fondazione ma tutti gli Enti previdenziali privati e le Pubbliche Amministrazioni, territoriali e non territoriali, nazionali e locali.

Per tali motivi, prima che la riorganizzazione del patrimonio fosse avviata, il portafoglio era caratterizzato da una notevole esposizione ad asset class illiquide, con la presenza di alcuni strumenti finanziari complessi, poco trasparenti, ad accumulazione del capitale, e con costi di gestione elevati.

Alla luce di tali caratteristiche, ed in risposta alle evoluzioni normative, alle mutate condizioni di mercato ed al rinnovamento voluto per la Fondazione stessa, è stato definito un quadro di obiettivi verso il quale indirizzare la nuova gestione del patrimonio mobiliare. Gli obiettivi di tale nuova gestione sono:

- Ristrutturare gli investimenti esistenti, per:
  - Migliorare il profilo di redditività, intervenendo anche sull'aspetto commissionale;
  - Cercare di ridurre l'esposizione a prodotti illiquidi, poco redditizi o poco trasparenti;
- Effettuare nuovi investimenti, tramite la liquidità di volta in volta disponibile, seguendo le nuove linee guida, che si sostanziano in preferenza per investimenti in strumenti liquidi, trasparenti, a basso costo gestionale, con profilo di rischio/rendimento ottimizzato, e previsione di distribuzione degli utili. Gli investimenti vengono selezionati sulla base di un processo di analisi qualitativa e quantitativa, trasparente e codificato.

Gli obiettivi sopra menzionati sono perseguiti anche attraverso un continuo monitoraggio esercitando a pieno regime tutti i poteri di governance a cui la Fondazione ha diritto.

Va tuttavia segnalato che il percorso di rinnovamento non è privo di ostacoli, la complessità degli investimenti attualmente presenti in portafoglio non consente infatti di portare a termine le operazioni di ristrutturazione.

## RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2014

turazione in tempi brevi. Ciò nonostante, la Fondazione ha già ottenuto importanti successi negoziali sui diversi tavoli di lavoro, che si concretizzeranno in migliori risultati in termini di incremento di redditività e minor rischio nel corso dei prossimi anni.

I primi risultati di quest'intensa opera, quali la diminuzione del grado di illiquidità del patrimonio, la riduzione della concentrazione sugli investimenti immobiliari, l'incremento del rendimento realizzato sugli investimenti finanziari, sono già visibili.

Il bilancio consuntivo 2014 evidenzia un flusso di proventi finanziari lordi superiori rispetto al 2013 di circa il 49%.

Parallelamente la liquidità del patrimonio è passata dal +5% del 2011 al +18% di Dicembre 2014.

Questo risultato è l'effetto combinato della ristrutturazione di investimenti preesistenti, per un NAV corrispondente a circa euro 2,5 miliardi e dei nuovi investimenti effettuati a partire dal 2013, per circa euro 840 milioni.

## Le operazioni di ristrutturazione effettuate nel 2014

### *Fondi Sorgente*

Durante i primi mesi del 2014 è stato avviato un processo di ristrutturazione dei fondi partecipati da Enasarco e gestiti da Sorgente SGR (Comparti Tulipano, David e Michelangelo Due e il Fondo Caravaggio). In particolare è stata avviata, a seguito della proposta di Sorgente di aderire ad un'operazione di IPO con alcuni immobili detenuti dai fondi partecipati dalla Fondazione, un'approfondita analisi sulle performance e sul profilo commissionale applicato da Sorgente sui predetti fondi.

La Fondazione ha proceduto durante il 2014 alla revisione degli assetti regolamentari e di governance dei fondi/comparti gestiti da Sorgente SGR che ha portato ad una serie di importanti benefici per la Fondazione stessa.

A giugno 2014 è stato concluso l'Accordo per la disciplina dei rapporti Fondazione Enasarco e Sorgente Sgr". I contenuti principali di tale accordo consistono:

- In una razionalizzazione dei fondi detenuti dalla Fondazione, mediante operazione di incorporazione/trasformazione/cessione;
- Nel rimborso anticipato di circa euro 123 milioni entro il 2017;
- Nel riconoscimento alla Fondazione di maggiori diritti di governance per tutti i fondi oggetto del rapporto;
- Nella riduzione delle commissioni.

### *Algebris*

La Fondazione, nello sforzo di ridurre i costi di gestione del patrimonio, ha deliberato lo spostamento degli investimenti detenuti nel fondo Algebris (CoCo Fund), nella classe XXL dello stesso fondo. Sono state quindi rimborsate le due classi precedentemente detenute (con commissioni dello 0,7% e dell'1%) ed è stato reinvestito l'importo, pari ad €50 milioni, nella classe con commissione allo 0,50%. L'operazione ha permesso di realizzare una plusvalenza straordinaria pari ad euro 7,37 milioni.

### *Scioglimento di Futura Funds SICAV*

In data 17 febbraio 2014, è stato siglato l'Accordo Quadro relativo alla chiusura anticipata del Comparto Newton di Futura Funds Sicav Plc. L'accordo, che ha condotto allo scioglimento anticipato del comparto, ha previsto la restituzione in natura degli asset del fondo, che per la precisione sono:

- La Nota "Corsair Finance Series 97", iscritta nell'attivo immobilizzato ad un valore pari a 207,9 milioni di euro comprensiva della cedola minima garantita maturata alla fine del 2013;
- Lo strumento finanziario derivato "Ter Finance 11", iscritto nell'attivo circolante per un valore pari ad euro 11,7 milioni;
- N. 79.110,564 azioni del fondo immobiliare Optimum Evolution Fund SIF – Property II, iscritto nell'attivo immobilizzato per un controvalore di euro 94,6 milioni;

## LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

- La liquidità residua, pari ad euro 4 milioni circa.

Lo scioglimento del Comparto ha comportato notevoli benefici per la Fondazione:

- Un risparmio annuo di costi amministrativi, sia in termini di management fee che di eventuale performance fee, a parità di esposizione al rischio degli strumenti sottostanti (il Regolamento del Comparto, infatti, non prevedeva una clausola di rendimento minimo o capitale garantito a favore della Fondazione);
- La riduzione del rischio di controparte, con specifico riferimento alla percentuale di asset della Fondazione investita nel Comparto, e gestita dal medesimo gestore;
- La disponibilità immediata da parte della Fondazione degli asset contenuti nel Comparto e della cassa residua;
- La possibilità di vedersi pagare direttamente la cedola sul Fondo Optimum II, pari al 4,8% annuo, precedentemente accumulata nel valore complessivo del Fondo stesso;
- Maggiore esercizio dei diritti di governance sul Fondo Optimum Evolution Fund SIF – Property II con l'eliminazione del conflitto di interessi derivante dalla coincidenza delle figure del gestore del comparto con quella del gestore di alcuni investimenti sottostanti.

Il monitoraggio diretto, ottenuto grazie allo scioglimento del comparto, ha permesso di rilevare alcune criticità, elemento che ha portato la Fondazione a votare, in sede di assemblea degli investitori, contro l'approvazione del bilancio del comparto e contro il rilascio di manleva agli amministratori.

L'operazione di scioglimento, autorizzata preliminarmente dal Consiglio di Amministrazione nel mese di novembre 2013, è stata attuata nel corso del mese di aprile 2014, dopo lunga trattativa e ulteriore approvazione del Consiglio di Amministrazione.

In considerazione del fatto che una parte degli effetti dello scioglimento era già maturata alla fine del 2013 la Fondazione, in rispondenza al principio della prudenza e della competenza economica, ha provveduto ad effettuare un accantonamento al fondo oscillazione titoli già a bilancio 2013 per un valore di euro 10,3 milioni circa<sup>9</sup>. L'effetto dell'operazione sul bilancio 2014 ammonta ad euro 900 mila circa, corrispondente alla quota dell'esercizio relativa alla commissione di uscita concordata con la controparte. Di contro, la Fondazione ha potuto rilevare tra i proventi finanziari la cedola maturata ed incassata, pari ad oltre euro 3 milioni.

### *Vendita dello strumento derivato Ter Finance 11*

Lo scioglimento anticipato del Comparto Newton di Futura Funds Sicav ha comportato la restituzione degli asset sottostanti alla Fondazione. Come già evidenziato, tra gli altri asset restituiti, vi era il prodotto finanziario derivato Ter Finance 11.

Il warrant era caratterizzato da una struttura complessa articolata come segue:

- Opzione Call di tipo Asiatico legata alla performance del fondo PARS ASPIRE, il quale a sua volta investiva interamente in un fondo PIMCO;
- First-to-Default sulla Repubblica Italiana e Rabobank, l'opzione poteva essere cancellata in qualsiasi momento prima della scadenza al verificarsi di un evento di default di una delle due entità menzionate.

In sostanza, quindi, il warrant restituiva un rendimento direttamente collegato alla performance del fondo PARS ASPIRE, al netto dello strike price dell'opzione, pari al 15%, se positivo, ed in assenza di default di una delle due entità di riferimento, la Repubblica Italiana (Rating BBB+) e Rabobank Netherlands (Rating AA-). Si trattava quindi di un prodotto fortemente strutturato e complesso, illiquido, che non distribuiva proventi, e la cui performance dipendeva da numerosi fattori.

Il fondo PIMCO, gestore del Fondo PARS ASPIRE, cui il warrant era legato, aveva annunciato di voler dismettere la gestione del fondo stesso. Come prevedeva il Regolamento del warrant, casi di tal genere richiedevano la selezione di un fondo sostitutivo, con medesima strategia d'investimento, con conseguente necessaria modifica del Regolamento stesso.

La controparte JP Morgan Securities Plc, nel comunicare alla Fondazione la volontà di PIMCO di dismettere la gestione del Fondo, aveva formulato alla Fondazione Enasarco, in alternativa alla sostituzione del sottostante, un'offerta di acquisto con oggetto il warrant.

In considerazione delle caratteristiche di forte complessità del warrant, di illiquidità e scarsa trasparenza,

## RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2014

considerati gli obiettivi della Fondazione di incrementare il grado di liquidità del patrimonio mobiliare ed i flussi derivanti dai proventi finanziari, il Consiglio di Amministrazione ad aprile 2014 ha deliberato a favore della cessione dello strumento, dando mandato agli uffici di avviare un processo di negoziazione con JP Morgan e di verificare l'esistenza di eventuali altre controparti interessate.

Al termine di tali attività, in data 16 maggio 2014, la Fondazione ha provveduto alla cessione del warrant ad un prezzo finale pari a 16 milioni di Euro, registrando una plusvalenza di oltre 4 milioni di Euro rispetto al valore di iscrizione in bilancio derivante dallo scioglimento del comparto Newton.

### *Vendita della partecipazione in Sator Immobiliare SGR*

La Fondazione deteneva al 31 dicembre 2013, una partecipazione azionaria pari al 7,5% del capitale di Sator Immobiliare SGR, per un controvalore di 300.000 Euro, pari al costo storico. In seguito alla ricezione di un'offerta di compravendita della stessa partecipazione, il Consiglio di Amministrazione ne ha deliberato la vendita in considerazione del fatto che l'illiquidità del titolo rappresentava una caratteristica che non si allineava alle esigenze del nuovo corso di gestione della Fondazione, rendendolo non più strategico.

In data 26 maggio 2014 è stata perfezionata la vendita della partecipazione, ad un prezzo pari a 319.800 Euro.

### *Dismissione Globersel e Polizze*

Nel corso del 2014 sono stati liquidati anticipatamente degli investimenti considerati non strategici e non rispondenti alle esigenze di liquidità, trasparenza e distribuzione di proventi, primarie della Fondazione. I disinvestimenti, per circa 32 milioni di Euro, hanno riguardato delle polizze assicurative ed il fondo alternativo di risorse naturali, Globersel - Pactum Natural Resources.

I disinvestimenti hanno consentito di riutilizzare il capitale investendolo in asset class rispondenti allo schema di asset allocation cui la Fondazione tende e nel rispetto degli obiettivi di trasparenza, distribuzione dei proventi e maggior grado di liquidità degli investimenti stessi.

### *Lo stato del Contenzioso con la fallita Lehman Brothers*

In merito al claim verso Lehman Brothers, ceduto ad Elliott Management, già ampiamente descritto nel bilancio 2012 e 2013<sup>10</sup>, la Fondazione sta monitorando e gestendo la questione con molta attenzione.

Il contenzioso nei confronti del gruppo Lehman è articolato in due distinti giudizi, con parti e pretese contrapposte e speculari, l'uno pendente davanti all'Autorità Giudiziaria della Svizzera (c.d. *claim* di Enasarco) e l'altro davanti all'Autorità Giudiziaria del Regno Unito (c.d. *contro-claim* di L.B.F.).

I costi del contenzioso sono coperti dal fondo spese imprevedute, iscritto tra i fondi rischi ed oneri e costituito lo scorso esercizio per un importo pari ad euro 2 milioni<sup>11</sup>. Al 31 dicembre 2014 il fondo è pari ad euro 800 mila circa dopo un ulteriore accantonamento per il 2014 pari ad euro 3 milioni ed è ritenuto sufficiente a coprire le spese future che deriveranno dal contenzioso. Il costo totale finora sostenuto per il contenzioso ammonta ad euro 4,2 milioni.

La Fondazione è stata convenuta da L.B.F. in giudizio davanti all'High Court of Justice di Londra per veder riconosciuta, a favore dell'attrice, la richiesta di pagamento per USD 30,8 milioni, attualmente pari a circa € 23 milioni (c.d. *contro-claim*), in ragione di un asserito danno subito da L.B.F. (e non, invece, da Enasarco) per effetto dello scioglimento dei rapporti contrattuali conseguente il *default* della banca d'affari.

Fra il 27 Novembre 2014 e l'8 Dicembre 2014 si sono svolte una serie di udienze davanti al Giudice David Richards della High Court of Justice (Chancery Division) di Londra. La sessione di udienza ha incluso la cosiddetta "udienza di apertura" (durante la quale i rappresentanti delle parti hanno esposto le proprie dissertazioni orali), l'esame dei testi (compreso il Presidente Brunetto Boco) dei periti di parte e le dissertazioni di chiusura.

La sentenza da parte del giudice David Richards è stata depositata il 12 maggio 2015 ed ha riconosciuto il diritto della Fondazione al risarcimento danni, condannando dunque la banca al pagamento, a favore della Fondazione, di \$ 61.507.902 e dei relativi interessi e accessori. In particolare, il Giudice inglese ha riconosciuto la correttezza e tempestività della condotta tenuta all'epoca dalla Fondazione nel sostituire la garanzia Lehman Brothers; infatti, nel valutare la testimonianza resa dal Presidente Boco il Giudice ha dichiarato:

<sup>10</sup> Si veda pagina 48 del bilancio consuntivo 2012 paragrafo eventi successivi della relazione sulla gestione.  
<sup>11</sup> Si veda pagina 92 del bilancio consuntivo 2012.



## LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

*“Ho trovato interamente convincente la testimonianza di Mr Boco secondo la quale Enasarco venne sottoposta a grande pressione in Italia dalle autorità e dai media a causa della propria esposizione a Lehman Brothers (...) Sono soddisfatto che Enasarco abbia trattato il tema della sostituzione della Put Option [il meccanismo di garanzia, ndr] come un tema di grande urgenza”.*

Per effetto dell'esito positivo del giudizio inglese, la Fondazione recupererà con ogni probabilità tra il 50% e l'80% delle spese legali sostenute. In merito è atteso un pronunciamento specifico del giudice inglese in data 21 maggio 2015.

Nel giudizio davanti alla giurisdizione svizzera la Fondazione ha il ruolo di attore ed ha chiesto a L.B.F. in liquidazione il pagamento di CHF 67 mln (oggi circa € 55 milioni) (c.d. *claim*), contestando la quantificazione a “zero” del proprio credito operata dagli organi della procedura liquidatoria. Per ciò che riguarda l'andamento processuale di questo contenzioso si evidenzia che l'unica udienza si è tenuta il giorno 31 gennaio 2014 davanti al giudice di Zurigo. Il contenzioso svizzero è attualmente in corso e l'ultimo atto è stato depositato da Enasarco lo scorso febbraio 2015. Il deposito di un'ulteriore memoria di replica da parte di LBF è attesa per maggio 2015. Il giudice svizzero, come peraltro emerso nel corso del processo, terrà conto dell'esito del giudizio inglese, considerato strettamente collegato al procedimento svizzero.

*Nuovi investimenti effettuati nel 2014*

La nuova direzione, intrapresa dalla Fondazione già nei primi mesi del 2013 e portata avanti con i medesimi obiettivi, sta gradualmente conducendo verso un portafoglio maggiormente investito in strumenti liquidi, trasparenti, ed armonizzati alla normativa UCITS, selezionando, per ciascuna asset class, i leader di mercato, come confermato dal rating Morningstar & Award ottenuti da gestori e prodotti.

I primi investimenti della nuova gestione sono stati in titoli di stato della Repubblica Italiana, che al 31 dicembre 2014 ammontano a circa 306 milioni di Euro e che rappresentano una solida base di entrate in forma di proventi finanziari (circa euro 10 milioni lordi nel 2014).

Nel corso del 2014 sono stati effettuati nuovi investimenti per circa Euro 430 milioni, così distribuiti:

- Euro 136 milioni circa in titoli di stato italiani;
- Euro 25 milioni circa di incremento sugli investimenti in fondi azionari europei a strategia passiva acquistati al termine del 2013;
- Euro 118 milioni in fondi azionari italiani ed europei a strategia attiva;
- Euro 150 milioni in fondi obbligazionari europei e globali.

Inoltre, gli investimenti effettuati rientrano anche nella generale politica di contenimento dei costi, essendo caratterizzati da commissioni di gestione contenute o, in alcuni casi, pari a zero.

Alla data del 1 aprile 2015 i suddetti investimenti in titoli di stato ed in fondi comuni evidenziano un plusvalore implicito pari ad euro 122 milioni, corrispondente al 19% dell'intero valore investito alla stessa data.

*Gestione della liquidità*

La Fondazione, alla luce del “Regolamento per l'impiego e la gestione delle risorse finanziarie” in vigore dal 15 aprile 2013, ha posto in essere una serie di iniziative per far sì che la liquidità temporaneamente in eccesso nelle casse della Fondazione venisse impiegata a breve termine (fino a 3 mesi). In base all'art. 26 comma 2 del suddetto Regolamento gli strumenti di investimento utilizzabili nella gestione della liquidità sono esclusivamente:

- Titoli di Stato della Repubblica Italiana;
- Conti Correnti bancari presso primari istituti di credito;
- Pronti contro termine.

Nel 2014 sono state effettuate diverse tranches di impieghi di liquidità in eccesso mediante soprattutto depositi a vista a tasso maggiorato e depositi vincolati a due mesi presso primari istituti bancari italiani, mantenendo un'attenta valutazione dei profili di rischio-rendimento e incrementando in modo sostanziale il rendimento della liquidità in eccesso anche a fronte di una forte diminuzione del tasso di rifinanziamento BCE e dell'Euribor e conseguentemente dei tassi applicati dalle controparti bancarie per i depositi in conto corrente.

La gestione a breve della liquidità ha generato proventi finanziari per oltre € 3 milioni, in crescita del 13%

## RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2014

rispetto al bilancio 2013 nonostante la riduzione dei tassi di riferimento.

### *L'analisi a look- through del fondo Europa Plus*

Come noto, il Fondo è stato diviso in due comparti: RES Capital Protection, che rappresenta a valori contabili al 31 dicembre 2014 il 72,5% dell'intero investimento, e RES Opportunity, per il residuo 27,5%. Complessivamente il Fondo Europa Plus è composto:

- per il 50,4% da titoli a reddito fisso, di cui il 15% si riferisce ai bond bancari ceduti dalla Fondazione al Fondo Europa Plus alla fine del 2011, collocati per la maggior parte nel comparto Res Opportunity, il 79,7% ai titoli di stato italiani "zero coupon", di durata pari a quella del Fondo Europa Plus, che rappresentano la protezione del capitale a scadenza degli *assets* facenti parte delle note strutturate sciolte, compresi nel comparto Res Capital Protection (ricordiamo che sui BTP sussiste un vincolo di indisponibilità a favore della Fondazione, che ne è dunque il beneficiario finale), ed il rimanente 5,3% al altri tipi di obbligazioni diverse;
- per il 15,1% da investimenti alternativi, collocati per l'88,1% nel comparto Res Capital Protection, rappresentati principalmente da Eurasia Alternative Investments Fund 2 (54,8% del totale investimenti alternativi del Fondo), ed il rimanente 11,9% nel comparto Res Opportunity, interamente attribuibile ad un investimento di Private Equity;
- per il 23,7% da investimenti in fondi immobiliari, di cui l'86,9% compresi nel comparto Res Opportunity;
- per la rimanente quota del 10,8% da liquidità, collocata per il 57,8% nel comparto Res Opportunity.

Il comparto Res Capital Protection, con un *fair value* al 31 dicembre 2014<sup>12</sup> pari ad euro 798,9 milioni circa ed un valore protetto alla scadenza pari ad euro 1.083.470.000, è composto:

- per il 63,3% dai BTP stripped che costituiscono la protezione a scadenza degli investimenti nelle *ex* note strutturate, oramai sciolte;
- per l'1,3% da obbligazioni bancarie emesse a fronte dei mutui ipotecari concessi ad agenti e dipendenti dagli istituti bancari convenzionati con la Fondazione. Le obbligazioni, precedentemente detenute dalla Fondazione, sono state cedute al Fondo Europa Plus alla fine del 2011 unitamente agli altri *assets*<sup>13</sup>;
- per il 9,2% da liquidità disponibile sui conti correnti bancari;
- per il 21,1% dalle investimenti alternativi di cui:
  - il 62,1% relativi ad Eurasia Alternative Investments Fund 2;
  - il 25% relativi alle "side pocket shares";
  - il 12,9% relativi a nuovi investimenti effettuati nel corso del 2014 in Swancap Opp. Fund II SCS-SIF.

Il comparto Res Opportunity, con un *fair value* alla fine del 2014 di euro 466 milioni circa, è caratterizzato da una strategia di investimento focalizzata sull'immobiliare indiretto. È composto:

- Per il 57,7% da investimenti focalizzati sul real estate;
- Per il 15,8% da bond, si cui 8,5% bancari ceduti dalla Fondazione alla fine del 2011 e 7,3% principalmente relativi ad investimenti in bonds effettuati nel corso dell'esercizio;
- Per 4,9% da investimenti alternativi integralmente imputabili ad un'operazione di Private Equity;
- Per il residuo 21,6% da liquidità disponibile sui conti correnti.

Nell'esercizio 2014 il comparto Res Opportunity ha finalizzato un'importante operazione finanziaria nel Real Estate, l'acquisizione di "8 Gallery Immobiliare S.r.l.". Il 5 dicembre 2014, il veicolo lussemburghese Gioconda S.A., detenuto al 30% da Europa Plus SCA SIF tramite il suo comparto Res Opportunity e al 70% da un fondo gestito da PIMCO, ha acquistato il 100% delle quote della società "8 Gallery Immobiliare s.r.l.", proprietaria del centro commerciale "8 Gallery". 8 Gallery è un prime shopping centre situato nel centro di

<sup>12</sup> Il rendiconto del Fondo al 31 dicembre 2014, seppur disponibile è ancora in corso di verifica da parte dei revisori del Fondo. Si evidenzia che rispetto al NAV risultante dal rendiconto al 30 giugno 2014, assoggettato ad opinione da parte dei revisori del fondo, vi è un significativo incremento di valore. In particolare, a fronte di un NAV a giugno 2014 di euro 1.158.432.918, al 31 dicembre 2014 il NAV sale ad euro 1.264.869.582.

<sup>13</sup> Si rimanda in merito ai commenti riportati nella relazione sulla gestione al bilancio consuntivo 2011.

## LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

Torino ed ha una superficie di ca. 23.000 mq. Il parco è affittato ai maggiori retailer internazionali tra cui Zara, Mediaworld, KFC e Toys, per un totale monte canoni annuale di circa euro 6,5 milioni.

Si segnala che nel corso del 2014 è stato integralmente ripagato il finanziamento Aldgate Tower per un importo complessivo di GBP 53,9 milioni, a chiusura dunque dell'investimento.

## La gestione degli asset immobiliari

Gli immobili di proprietà della Fondazione sono una forma di investimento dei contributi previdenziali degli agenti di commercio (così come gli investimenti mobiliari), risalente agli anni in cui i contributi – in un sistema pensionistico a ripartizione qual è quello Enasarco – risultavano superiori all'ammontare delle prestazioni pensionistiche erogate in ragione, all'epoca, della relativamente giovane età della media degli iscritti. Pertanto, il patrimonio della Fondazione deriva unicamente dai versamenti degli agenti di commercio e non da contributi dello Stato, poiché né la Fondazione Enasarco né gli altri enti previdenziali privati hanno mai goduto di sovvenzioni, contributi o altre elargizioni a carico dello Stato.

Al 31 dicembre 2014 la Fondazione detiene asset immobiliari per circa euro 1.200 milioni. Di questi, euro 1.162 milioni si riferiscono al patrimonio locato a terzi. Il valore di mercato del patrimonio in carico alla Fondazione è stimato, allo stato occupato, complessivamente in circa euro 1.458 milioni.

La valutazione al *fair value* del patrimonio alla fine del 2014 ha fatto emergere la necessità di una svalutazione pari a circa euro 6,8 milioni iscritta ad un fondo svalutazione immobili del passivo patrimoniale. In particolare la svalutazione ha riguardato:

- due immobili a destinazione commerciale in Roma che risultano allo stato attuale occupati abusivamente (via M. Battistini e via A. Cavaglieri in Roma), il secondo anche a causa del comportamento tenuto dal conduttore in violazione degli impegni negoziali assunti verso la Fondazione. Ad oggi non hanno dato esito positivo le iniziative legali assunte a difesa della proprietà nelle diverse sedi giudiziarie, compresa quella penale (per una pluralità di condotte illecite, comprese azioni di danneggiamento materiale) e, pertanto, a fronte di un valore di bilancio pari ad euro 33 milioni circa la Fondazione ha effettuato un accantonamento al fondo svalutazione immobili del 10%, pari ad euro 3,3 milioni circa;
- un immobile che, allo stato attuale, presenta problemi di natura urbanistica in corso di approfondimento (via E. Galbani in Roma). A fronte di un valore di bilancio pari ad euro 5,7 milioni circa la Fondazione ha effettuato un accantonamento al fondo svalutazione immobili del 10%, pari ad euro 575 mila circa;
- due immobili che da tempo presentano rilevanti problematiche di redditività (il Centro polifunzionale Il "Baricentro" in Bari e il Centro Commerciale Il Girasole in Milano) risultando al momento di difficilissima locabilità. A fronte di un valore di bilancio pari ad euro 59 milioni circa la Fondazione ha effettuato un accantonamento al fondo svalutazione immobili del 5%, pari ad euro 2,9 milioni circa.

Per i citati immobili gli uffici della Fondazione stanno effettuando analisi finalizzate alla possibile individuazione di soluzioni per la rimozione delle rispettive criticità e per la loro riqualificazione. Poiché il citato recupero patrimoniale potrà attuarsi su di un arco temporale lungo e non ancora quantificabile, si è ritenuto di operare la svalutazione anche in questo esercizio, al pari di quello precedente.

## Il rendimento del portafoglio immobiliare al 31 dicembre 2014

Il rendimento complessivo del patrimonio immobiliare alla fine del 2014, come riportato nel paragrafo relativo al rendimento del patrimonio complessivo della Fondazione<sup>14</sup>, è pari al 20,4% al lordo di costi, per poi scendere al 4,9% al netto di costi ed accantonamenti.

Riportiamo di seguito la valutazione del rendimento del patrimonio immobiliare, inteso come rendimento della gestione ordinaria:

<sup>14</sup> Si Rimanda al paragrafo "La gestione degli asset della Fondazione – il rendimento del patrimonio della Fondazione e la valutazione al 31 dicembre 2014."

## RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2014

Descrizione	Bilancio 2014	Bilancio 2013
Ricavi complessivi	75.811.736	96.181.955
Spese dirette	(33.436.554)	(40.177.373)
Svalutazione di crediti	(15.872.978)	(21.795.142)
Spese indirette	(8.017.134)	(9.329.184)
Onere fiscale	(39.890.923)	(46.393.285)
<b>Saldo immobiliare</b>	<b>(21.405.853)</b>	<b>(21.513.028)</b>
Immobili a valore bilancio	1.162.268.036	1.552.957.942
Immobili a valore mercato	1.458.000.000	2.270.401.000
<b>Rendimento rispetto bilancio</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-1,39%</b>
<b>Rendimento rispetto mercato</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-0,95%</b>

La causa principale del minor rendimento è rappresentata dal carico fiscale, pari ad oltre il 50% del valore dei ricavi complessivi. Le spese immobiliari dirette sono passate dai 40 milioni dello scorso esercizio ai 33 milioni, mentre il valore dei canoni e dei recuperi di spese è diminuito in considerazione del processo di vendita in corso, passando dai 96 milioni del 2013 ai 76 milioni del 2014.

Per ciò che riguarda il rendimento riveniente dalla dismissione immobiliare, si evidenzia che questo, al lordo dei costi, calcolato sulla singola unità immobiliare, è pari mediamente a circa il 35% nel caso di vendita agli inquilini, mentre nel caso di apporto ai fondi è pari a circa il 40% (poiché non viene applicata la riduzione di prezzo, pari al 10%, riconosciuta in caso di vendita agli inquilini che abbiano esercitato il diritto di prelazione, nella misura almeno del 70% degli aventi diritto, e conferiscano mandato collettivo per lo svolgimento degli adempimenti conseguenti fino alla stipula dei contratti di compravendita).

Nella tabella che segue viene riportato il rendimento netto riveniente dal processo di dismissione, tenendo conto anche dei costi annui che sono riconducibili al progetto, calcolato rispetto al valore di bilancio degli immobili dismessi:

Descrizione	Bilancio 2014	Bilancio 2013
Plusvalenza da dismissione immobiliare	213.695.721	145.300.351
Quota ammortamento spese due diligence capitalizzate	(1.689.893)	(1.570.952)
Spese postali per comunicazioni ad inquilini	(50.000)	(50.000)
Spese gestione locali adibiti alla vendita immobiliare	(36.365)	(64.092)
Spese di manutenzione propedeutiche vendita	(6.000.000)	(16.000.000)
Spese di pubblicità per gare manutenzione	(13.908)	(34.098)
Spese per imposte e tasse	(2.522.773)	(2.829.097)
Accantonamento oscillazione valore fondo Rho	(20.000.000)	0



## LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

Descrizione	Bilancio 2014	Bilancio 2013
Spese per prestazioni professionali	(139.473)	(121.954)
<b>Risultato del progetto di dismissione immobiliare</b>	<b>183.243.309</b>	<b>124.630.158</b>
Accantonamento fondo plusvalenze da apporto	(103.755.729)	0
Risultato al netto dell'accantonamento	79.487.580	124.630.158
Valore di bilancio del patrimonio dismesso	390.689.906	422.330.072
<b>Rendimento netto del progetto di dismissione</b>	<b>47%</b>	<b>30%</b>

La plusvalenza lorda è calcolata rispetto al valore di bilancio e scaturisce dal differenziale tra le risultanze della perizia di stima, considerati tutti gli sconti, ed il valore di bilancio dell'unità immobiliare (si ricorda che l'ultima rivalutazione degli immobili è stata operata nel 1997).

Il notevole incremento registrato nel rendimento derivante dalla dismissione immobiliare scaturisce dalla combinazione dei seguenti elementi:

- La realizzazione di un considerevole apporto ai fondi immobiliari delle unità immobiliari prelazzionate, ma non vendute agli inquilini poiché non sono di fatto riusciti a trovare sul mercato creditizio la provvista finanziaria. L'apporto ha un controvalore di bilancio di euro 191 milioni ed un valore pari ad euro 294 milioni circa. La plusvalenza da apporto ammonta ad euro 103 milioni (54% del valore di bilancio);
- Minori vendite immobiliari a rogito rispetto allo scorso esercizio, per un controvalore di bilancio di euro 200 milioni circa, che hanno però generato una plusvalenza maggiore, pari ad euro 110 milioni (55% del valore di bilancio);
- Minori spese sostenute rispetto al 2013.

## Il progetto di dismissione del patrimonio

La bassa redditività del patrimonio immobiliare della Fondazione e le difficoltà di gestione dello stesso hanno portato la Fondazione alla decisione di dismettere i propri immobili attraverso un progetto di dismissioni approvato con delibera del C.d.A. n. 74 del 18 settembre 2008.

In data 24 novembre 2010 i Ministeri Vigilanti (Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali e Ministero dell'Economia e delle Finanze) hanno accertato la compatibilità del Progetto con i saldi strutturali di finanza pubblica, ai sensi dell'art. 8, comma 15, D.L. 78/2010.

Il D.M. 10.11.2010 del Ministero dell'Economia e delle Finanze e la Direttiva 10.02.2011 del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, emanate in attuazione del suddetto art. 8, comma 15, D.L. 78/2010, prevedono che gli enti previdenziali comunichino ai Ministeri vigilanti "entro il 30 novembre di ogni anno un piano triennale di investimento che evidenzia, per ciascun anno, l'ammontare delle operazioni di acquisto e di vendita degli immobili, di cessione delle quote di fondi immobiliari, nonché delle operazioni di utilizzo delle disponibilità liquide provenienti dalla vendita di immobili o da cessione di quote di fondi immobiliari. Gli enti comunicano inoltre, entro il 30 giugno di ciascun anno, eventuali aggiornamenti del piano".

L'autorizzazione ministeriale al piano delle dismissioni è stata rinnovata ogni anno.

Il progetto ha preso operativamente avvio nel gennaio del 2009, con l'indizione di gare d'appalto per l'individuazione dei soggetti più qualificati ai quali affidare i servizi di supporto all'esecuzione del Piano ed ha visto i primi effetti nel giugno del 2011 con la stipula dei primi atti di compravendita. Rispetto ai tempi inizialmente stimati per la realizzazione (oltre i dodici mesi previsti per la fase di start up), il Progetto ha subito un rallentamento, dopo una spedita fase iniziale, per ragioni estranee alla volontà e all'operato della Fondazione. Infatti, le principali ragioni di tale allungamento dei tempi di realizzazione del Piano delle Dismissioni sono:

- a. il perdurare di uno scenario macro economico sfavorevole;
- b. l'andamento negativo del mercato immobiliare residenziale;
- c. soprattutto, la restrizione dell'offerta di mutui da parte del sistema bancario, non tanto per i tassi

## RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2014

d'interesse praticati, quanto a causa dell'irrigidimento dei requisiti richiesti ai potenziali destinatari dei prestiti e dell'imposizione di un tetto alla somma mutuabile che impedisce di coprire l'intero costo dell'unità immobiliare, ancorché quest'ultimo sia inferiore del 30% rispetto ad un uguale immobile da acquistare allo stato libero.

Da non trascurare, infine, i ritardi nelle vendite causati dalla lentezza dei procedimenti amministrativi per la regolarizzazione delle irregolarità urbanistico-catastali che sono state riscontrate in alcuni complessi immobiliari nel corso delle attività propedeutiche alla dismissione dei relativi appartamenti.

I prezzi di compravendita delle unità immobiliari sono determinati attraverso un meccanismo prestabilito dalle normative nazionali in materia di gestione del risparmio e indipendente, dunque, dalla volontà sia della Fondazione (venditrice), sia degli inquilini (potenziali acquirenti in prelazione), sia delle società di gestione del risparmio individuate con gare europee per la gestione delle unità immobiliari non prelazionate (acquirenti dell'invenduto).

La valutazione dei cespiti immobiliari offerti in prelazione agli inquilini, in quanto destinati a confluire in Fondi Immobiliari nel caso di mancato esercizio della facoltà di acquisto, è sempre effettuata ad opera di un Esperto Indipendente, per espressa previsione normativa, ed è soggetta a verifica da parte delle Autorità di vigilanza competenti (Banca d'Italia, etc.). L'Esperto Indipendente provvede alla stima dei cespiti oggetto di valutazione mediante ricorso al metodo comparativo ai valori di mercato e detti valori unitari non superano di norma il valore medio risultante dalle rilevazioni dell'Osservatorio Immobiliare dell'Agenzia del Territorio per le rispettive zone commerciali di appartenenza.

Il procedimento prende in considerazione i valori di immobili dalle caratteristiche funzionali simili o assimilabili a quelli oggetto della valutazione, con verifica dei valori immobiliari, attraverso una ricerca di mercato nelle singole zone in cui si trovano gli immobili stessi. Ai valori unitari così rilevati vengono apportate rettifiche in considerazione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche dei fabbricati, come ad esempio, la loro funzionalità, lo stato manutentivo e la localizzazione.

Successivamente, il listino di frazionamento determina i valori dei singoli cespiti che costituiscono l'edificio, partendo dal valore medio dell'unità tipo ed applicando ad essi dei coefficienti di apprezzamento e deprezzamento. Infine, nel momento in cui lo stabile è effettivamente posto in dismissione, ovvero in prossimità dell'invio delle lettere per l'esercizio del diritto di prelazione, il listino di frazionamento è revisionato dall'Esperto Indipendente, che provvede ad aggiornare il valore al metro-quadrato dello stabile ai valori dell'ultima semestrale del Fondo.

Nel luglio 2009 la Fondazione – ad ulteriore garanzia sia degli interessi della Fondazione medesima (ovvero, dei suoi iscritti) sia degli interessi degli inquilini – ha sottoscritto con l'Agenzia del Territorio una convenzione avente ad oggetto la predisposizione da parte dell'Agenzia stessa di valutazioni di stima sugli immobili che la Fondazione intendeva porre in vendita (oltre ad attività di consulenza, coordinamento e supporto tecnico) con lo scopo di offrire alla Fondazione e all'inquilinato stesso un parametro di garanzia di congruità dei prezzi stimati dall'Esperto Indipendente. Al riguardo si evidenzia che, fino ad oggi, i compendi immobiliari sono stati venduti dalla Fondazione ad un prezzo tendenzialmente in linea se non inferiore rispetto alle stime dell'Agenzia del Territorio confermandone la convenienza.

Infine, sul valore determinato dall'Estimatore Indipendente è applicata sia la riduzione del 30% per lo stato occupato del bene, sia l'ulteriore riduzione del 10% nel caso in cui almeno il 70% degli inquilini stessi esercitino il diritto di prelazione all'acquisto.

Questo meccanismo porta all'individuazione di un prezzo per ciascun appartamento sicuramente conveniente per l'inquilino perché inferiore sia rispetto al prezzo di mercato allo stato libero (per effetto della prima riduzione) sia rispetto al valore allo stato occupato (per effetto della seconda riduzione), come peraltro ampiamente dimostrato dall'elevata percentuale di adesioni alle lettere di prelazione sino ad oggi riscontrata. Tale convenienza, però non è né arbitraria né illegittima (come invece accadrebbe se fosse applicato un prezzo "sociale" o "di favore" per gli inquilini) perché è il frutto di un equo bilanciamento tra l'interesse primario assegnato dalla legge alla Fondazione come obbligatorio, ossia la cura della funzione previdenziale a favore degli agenti di commercio, e l'interesse di fatto di cui sono portatori gli inquilini in quanto interessati all'acquisto della casa in cui vivono.

Inoltre, preme precisare che la procedura per la dismissione del patrimonio immobiliare prevede che l'inquilino possa esercitare il diritto di prelazione entro 60 giorni dal ricevimento della lettera e, una volta esercitato tale diritto, sia tenuto ad effettuare l'acquisto dell'immobile entro la data resa nota dalla Fondazione con successiva comunicazione (con non meno di 15 giorni di preavviso). Di conseguenza, decorsi inutilmente tali termini la Fondazione potrebbe legittimamente provvedere al conferimento dell'immobile al Fondo immobiliare al prezzo individuato dall'Esperto Indipendente (e, quindi, senza le decurtazioni previste in favore degli inquilini).

Tuttavia, la Fondazione – per la vocazione sociale che la caratterizza, essendo così definibile anche la sua

## LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

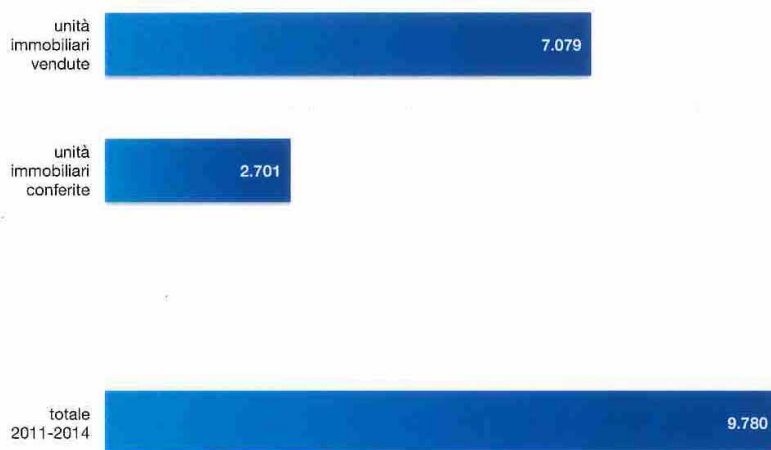
funzione previdenziale – ha preso atto spontaneamente delle difficoltà che gli inquilini incontrano, nei tempi più recenti, a causa della peggiorata situazione economica (in particolare, nell'erogazione dei mutui) e che si traducono in ritardi nella disponibilità di risorse per l'acquisto entro il termine indicato per l'esercizio del diritto di prelazione.

A fronte di tali situazioni, pur potendo procedere al conferimento del bene al Fondo immobiliare, la Fondazione è, quindi, sempre venuta incontro alle esigenze degli inquilini attendendo tempi congrui prima del conferimento pur di consentire ai conduttori la possibilità di acquistare l'immobile prelazionato. Anche in questi casi, però, l'acquisto deve avvenire allo stesso prezzo già definito nella lettera di prelazione, poiché il tempo trascorso oltre il termine è già un beneficio per l'inquilino - che si giustifica per le ragioni economico-sociali sopra rappresentate - ma non per questo può dare luogo ad una disparità di trattamento economico fra gli inquilini acquirenti nei termini della prelazione e gli inquilini ritardatari, che hanno continuato a fruire dell'immobile al canone concordato con le Organizzazioni Sindacali.

A fronte di oltre 12.000 unità immobiliari offerte in acquisto con diritto di prelazione, alla data del 31 dicembre 2014 sono state vendute complessivamente 7.079 unità principali oltre alle relative pertinenze (cantine, soffitte, box, posti auto, etc.) per un incasso complessivo di circa 1,3 miliardi di euro che ha portato una plusvalenza lorda rispetto ai valori di bilancio, del 37% circa. A tale importante risultato vanno aggiunte le unità immobiliari conferite, complessivamente pari a 2.701. Del patrimonio conferito ai fondi Enasarco uno ed Enasarco due fino al 2013, sono state effettuate vendite immobiliari da parte delle SGR che hanno generato un cash flow al 31 dicembre 2014 pari ad euro 22 milioni, mentre le prime vendite effettuate nel 2015 ammontano a circa euro 6 milioni.

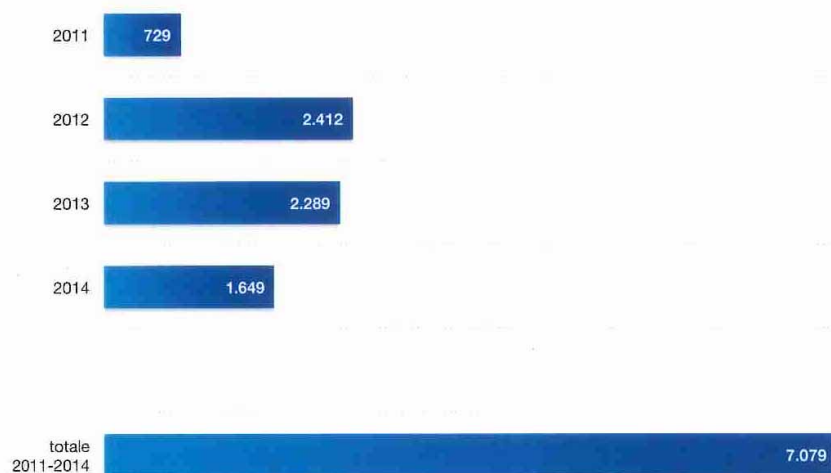
Si riporta di seguito la rappresentazione grafica riassuntiva dell'andamento del piano di dismissione, aggiornato alla data del 31 dicembre 2014 per completezza:

Grafico 16 Unità vendute e conferite al 31 dicembre 2014



## RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2014

Grafico 17 Unità vendute al 31 dicembre 2014 – andamento per anno



Il Processo di Dismissione, dunque, pur essendo funzionale esclusivamente al sostegno della previdenza degli agenti, nei fatti è anch'esso una sorta di "Piano Casa" a beneficio soprattutto degli abitanti dei comuni di Roma e Milano, ma anche di altre città, perché consente agli inquilini di acquisire la proprietà dell'immobile di abitazione a prezzi oggettivamente congrui. Ciò spiega l'ampio successo del Progetto nonostante il perdurare di uno scenario macroeconomico non positivo: oltre 7.000 famiglie sono potute divenire proprietarie dell'unità abitativa nella quale vivono.

L'accesso alla proprietà della casa di abitazione, tuttavia, non è il solo effetto benefico del piano delle dismissioni della Fondazione. Infatti, è doveroso considerare che la vendita degli immobili Enasarco ha anche un effetto di sostegno all'economia sia del mercato immobiliare (in particolare a Roma) sia del settore edilizio, in ragione dei lavori edili o impiantistici che, se necessari, sono effettuati nelle parti comuni dei complessi immobiliari, a cura della Fondazione prima o contestualmente alla compravendita, o all'interno delle singole unità per volontà degli ex inquilini che, spesso, così valorizzano ulteriormente il bene di cui sono divenuti proprietari.

Il Piano Dismissioni non prevede a carico dell'inquilino un divieto di rivendita dell'unità immobiliare, per la semplice ragione che il prezzo di acquisto non è un prezzo "figurativo", ossia determinato al di fuori e a prescindere dai valori di mercato e, quindi, inferiore a questi ultimi, né potrebbe esserlo perché ciò costituirebbe violazione sia della legge 2/2/1973 n. 12 sia del D.L.vo n. 509/94, ossia delle norme di legge fondamentali per lo svolgimento della funzione previdenziale di Enasarco. Di conseguenza, la Fondazione ha ritenuto che eventuali vincoli agli inquilini di non alienabilità del bene acquistato avrebbero rappresentato una restrizione ingiustificata della libertà economica dei cittadini, costituzionalmente garantita.

Nelle more del processo di dismissione immobiliare, la Fondazione continua a garantire la normale manutenzione del patrimonio con applicazione puntuale della disciplina di cui al D.lgs. 163/2006 per l'affidamento dei contratti mediante procedure ad evidenza pubblica, e specificatamente per l'esecuzione di lavori di manutenzione riguardanti le parti comuni che:

- spesso discendono dalla necessità di adeguare gli immobili a norme di legge sopravvenute, anche ai fini della rogabilità, e quindi non producono effetti sulla determinazione del prezzo di vendita degli stabili;
- altre volte sono opportuni per favorire la propensione all'acquisto da parte dei conduttori e, perciò, nemmeno in questo caso rilevano ai fini del prezzo di compravendita;
- altre volte, infine, costituiscono opere di ristrutturazione di interi compendi e di esse, pertanto, l'Estimatore Indipendente tiene doverosamente conto nella determinazione dei prezzi di vendita.