

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

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

30.

SEDUTA DI GIOVEDÌ 21 GENNAIO 2016

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **LELLO DI GIOIA**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:			
Di Gioia Lello, <i>Presidente</i>	2	Galati Giuseppe, <i>Vicepresidente</i>	6
INDAGINE CONOSCITIVA SULLA GESTIONE DEL RISPARMIO PREVIDENZIALE DA PARTE DEI FONDI PENSIONE E CASSE PROFESSIONALI, CON RIFERIMENTO AGLI INVESTIMENTI MOBILIARI E IMMOBILIARI, E TIPOLOGIA DELLE PRESTAZIONI FORNITE, ANCHE NEL SETTORE ASSISTENZIALE		Mongiello Colomba (PD)	8
Audizione del presidente della Fondazione Enpaia, Antonio Piva:		Morrone Adriano, <i>Direttore generale dell'Enpaia</i>	3, 4, 5
Di Gioia Lello, <i>Presidente</i>	2, 3, 4, 5, 6, 8, 9	Piva Antonio, <i>Presidente dell'Enpaia</i>	2, 6, 8
		Puglia Sergio (M5S)	8
		Robbiano Dario, <i>Dirigente amministrazione e finanza dell'Enpaia</i>	2
		ALLEGATO: Documentazione presentata da ENPAIA	10

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
LELLO DI GIOIA

La seduta comincia alle 8.50.

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

Sulla pubblicità dei lavori.

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

(Così rimane stabilito).

**Audizione del presidente
della Fondazione Enpaia, Antonio Piva.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio previdenziale da parte dei fondi pensione e casse professionali, con riferimento agli investimenti mobiliari e immobiliari, e tipologia delle prestazioni fornite, anche nel settore assistenziale, l'audizione del dottor Antonio Piva, presidente della Fondazione Enpaia.

Avverto che il dottor Piva è accompagnato dal dottor Adriano Morrone, direttore generale, e dal dottor Dario Robbiano, dirigente amministrazione e finanza.

Do, quindi, la parola al dottor Piva.

ANTONIO PIVA, *Presidente dell'Enpaia*. La ringrazio, presidente, per questo invito che ritengo importante perché, oggettivamente, essere controllati è una garanzia per i nostri associati. Dunque, prendo sempre qualsiasi tipo di controllo dei li-

velli istituzionali come una grande opportunità per poter verificare la nostra gestione e il lavoro che quotidianamente la struttura porta avanti.

Personalmente, non le potrò essere molto d'aiuto per quanto riguarda i bilanci 2013 e 2014 in quanto abbiamo un direttore di fresca nomina. Peraltro, neanch'io ho una storia, essendomi insediato da quasi due anni come presidente dell'Ente di previdenza del mondo agricolo.

Sono convinto che la Commissione, che saluto, vorrà fare delle puntualizzazioni sull'attuale *asset* di Enpaia, che si sta potenziando anche sotto l'aspetto di nuove figure professionali per quanto riguarda settori fondamentali come la finanza. Indubbiamente, verrà toccato, quindi, il discorso dell'ufficio finanza, che, purtroppo, Enpaia non ha mai avuto, se non informalmente, non tanto perché le professionalità non avessero competenze (anzi, erano validissime), ma per l'assenza, appunto, di una struttura stessa.

Oggi stiamo impostando e codificando delle regole. Una delle prime azioni sarà, appunto, la creazione di un ufficio finanziario strutturato, che dia le opportune garanzie affinché tutte le operazioni siano fatte con la massima trasparenza.

Mi fermerei qui. Qualora la Commissione chiedesse dei chiarimenti, devo ribadire che sui bilanci 2013 e 2014 abbiamo la presenza della memoria storica, ovvero il dottor Dario Robbiano, che potrà rispondere ai vostri quesiti.

PRESIDENTE. Prego, dottor Robbiano.

DARIO ROBBIANO, *Dirigente amministrazione e finanza dell'Enpaia*. Per quanto riguarda i bilanci passati, cioè 2011, 2012 e 2013, bisogna rilevare, innanzitutto, i

volumi del capitale investito sia in obbligazioni sia in titoli di Stato, che ha oscillato sempre intorno al miliardo nel corso del triennio.

L'esercizio è sempre stato chiuso in utile. In particolare, la gestione finanziaria è stata chiusa molto in utile, specialmente per quanto riguarda l'esercizio 2013. Gli investimenti sono stati effettuati principalmente in titoli di Stato e in obbligazioni *corporate* sopra il livello di *investment grade* per evitare sorprese e per non incorrere in problemi con il recupero dei crediti, ovviamente riguardo alle obbligazioni.

Nel corso degli anni, fortunatamente, si sono accumulate plusvalenze rilevanti, infatti nel bilancio 2014 è presente una plusvalenza latente di oltre 100 milioni di euro, mentre fino al 2013, nel 2012 e 2011, le plusvalenze latenti erano ferme a 40-41 milioni. Per aspetti contabili, però, non possiamo contabilizzare queste plusvalenze, diversamente dai fondi pensione.

La differenza è sostanziale perché un fondo pensione contabilizza ogni mese, quindi anche nel bilancio di fine anno, i valori dei titoli al valore di mercato, per cui è costantemente allineato. La contabilità dell'Enpaia, invece, è fatta a costi storici, di conseguenza soprattutto nel 2013 e nel 2014, siccome il portafoglio dell'Enpaia era investito in maniera significativa in titoli di Stato e specificatamente in BTP, con la caduta dei tassi di rendimento dei titoli del debito pubblico, i titoli in portafoglio si sono rivalutati in maniera rilevante, dunque dal 2013 in poi sono presenti circa un centinaio di milioni di plusvalenze latenti, che ovviamente saranno poi utilizzate più avanti nell'arco della vita della Fondazione.

Nel corso del 2013 è stata presa la decisione di alienare alcuni titoli importanti perché presentavano delle plusvalenze significative. Infatti, insieme all'*advisor* fu valutato che erano eccessive rispetto a una corretta quotazione. Per esempio, nel 2013 si presentavano con un utile di quasi 10 milioni, che è una cifra rilevante per Enpaia, come risultato finale di esercizio, ma erano state effettuate delle ven-

dite significative. Gli importi sono stati tutti accantonati in un fondo che chiamiamo «fondo rischi investimenti immobilizzati», che serve per coprire eventuali incidenti di percorso che ci auguriamo non ci siano mai.

La procedura di investimenti è quella stabilita dal nostro regolamento, che prevede un'attività del servizio finanziario e dell'*advisor*, che propongono idee e suggerimenti al direttore generale, il quale sottopone le sue conclusioni al presidente, dopodiché insieme prendono le decisioni del caso, per riferirle al consiglio di amministrazione, una volta che le operazioni sono state concluse.

I risultati sono quelli indicati. Dal 2015 è stata ampliata collaborazione con l'*advisor*, si è data una certa struttura alla procedura degli investimenti e sono stati fatti nuovi investimenti di una certa rilevanza.

A questo punto, sarebbe opportuno che il direttore generale illustri l'attività del 2015, che è particolare perché si differenzia da quella degli anni precedenti.

PRESIDENTE. Vorrei invitare il direttore generale ad essere chiaro e specifico su quali sono gli investimenti fatti e in che modo, sia mobiliari che immobiliari, quali le dismissioni programmate e quant'altro.

Vogliamo sapere tutto perché – consentiteci – abbiamo il dovere di guardare con attenzione i bilanci, dal momento che quelli che ci avete inviato tempo fa ci danno qualche piccola preoccupazione.

ADRIANO MORRONE, Direttore generale dell'Enpaia. Partiamo dal valore del patrimonio immobiliare, che a fine 2015 si attesta a circa un miliardo e mezzo, con una quota preponderante investita in titoli obbligazionari in gestione diretta. In particolare, i titoli di Stato italiani rappresentano circa il 46,1 per cento del patrimonio mobiliare della fondazione.

La componente dei titoli si suddivide tra una componente *core* del portafoglio, pari al 96 per cento, quella che ha un rischio bassissimo, ma anche un rendimento contenuto, e la componente *satel-*

lite, che, invece, si attesta intorno al 3,7 per cento.

Nel primo semestre 2015, questo portafoglio ha dato un rendimento pari al 3,29 per cento. Come diceva il dottor Rubbiano, la procedura stabilita dallo statuto e dal regolamento di amministrazione e contabilità prevede che il direttore, coadiuvato dal servizio finanziario, propone l'investimento, dopodiché il presidente decide e viene fatta l'informativa al consiglio di amministrazione.

Questo è accaduto fino a tutto il 2014, ma con il 2015 la situazione è un po' cambiata. Sebbene la situazione dell'Enpaia abbia denotato un servizio finanziario poco strutturato, fortunatamente per noi che amministriamo oggi, il rendimento del portafoglio è soddisfacente. A ogni modo, nel 2015 c'è stato un maggior coinvolgimento del consiglio d'amministrazione. Infatti, le decisioni in materia di investimenti sono state proposte dal direttore al presidente, portate in discussione nella commissione consiliare che si occupa degli investimenti e, dopo un'approfondita istruttoria, sono state discusse in consiglio d'amministrazione.

In questa situazione particolare di mercato e per come è strutturato l'Enpaia oggi, nel 2015 sono stati fatti investimenti per poco più di 140 milioni di euro. In particolare, 35-40 milioni sono stati destinati sempre a investimenti in titoli di Stato, ma questa volta si è preferito, anche su consiglio dell'*advisor*, acquistare i titoli di Stato legati all'evoluzione dell'inflazione. Inoltre, per una quota pari a circa 40 milioni abbiamo acquistato dei fondi di investimento.

PRESIDENTE. Quali fondi?

ADRIANO MORRONE, *Direttore generale dell'Enpaia*. Non so se è importante dirvi i nomi e se vi interessa. Sono, comunque, fondi che hanno anche altre casse.

PRESIDENTE. Noi abbiamo un'indagine in corso sui fondi sia mobiliari sia immobiliari.

ADRIANO MORRONE, *Direttore generale dell'Enpaia*. Dopo un esame, abbiamo comprato fondi dei principali gestori come Goldman Sachs, Groupama, Muzinich e Valeur. È cambiato, infatti, il processo decisionale perché dal 2011 è stato adottato un percorso metodologico basato sull'analisi delle attività e passività fatto dall'*advisor*.

Tra le altre cose, l'*advisor* è entrato in Enpaia attraverso affidamento diretto, ma nel 2015 è stata effettuata una gara che è stata vinta dall'*advisor* Prometeia, che è lo stesso che aveva l'affidamento prima. Alla gara hanno partecipato due soli soggetti, ma mi dicono che sulle casse sono questi, più o meno, quelli che hanno interesse. A ogni modo, la gara è stata pubblicata con avviso in Gazzetta Ufficiale nell'aprile 2015.

Tornando a quanto dicevo, è stata fatta l'analisi di *asset and liability management* da parte dell'*advisor*, che è stata portata in consiglio di amministrazione. Prima questo non accadeva, o meglio non era oggetto di una delibera del consiglio di amministrazione. Invece, nel 2015 è cambiata — ripeto — la politica dell'investimento proprio perché è stata portata in consiglio d'amministrazione.

Peraltro, fornisco una relazione con la documentazione relativa al fatto che, proprio a fine 2015, abbiamo portato l'aggiornamento dell'analisi dello stato delle attività e delle passività, con l'analisi del portafoglio che prevede al suo interno la *asset allocation* strategica e la *asset allocation* tattica, legata a un obiettivo di rendimento deciso dal consiglio d'amministrazione, che, bilanciando i profili di rischio, ha scelto di adottare una *performance* che si attesta su un rendimento dell'1,5 per cento netto.

In questo contesto, sono stati acquistati alcuni fondi, ma l'operazione più grossa è stata quella di investire 75 milioni di euro nel capitale di Banca d'Italia. Questa è un'operazione fatta a novembre, conclusasi il 2 dicembre. L'Enpaia ha, dunque, acquistato l'1 per cento del capitale di Banca d'Italia, che dovrebbe assicurare un rendimento che oscilla tra il 4,2-4,3 e il 5,1

per cento. Pertanto, l'ente dovrebbe già beneficiarne dal prossimo dividendo della Banca d'Italia.

PRESIDENTE. E i rendimenti dei fondi?

ADRIANO MORRONE, *Direttore generale dell'Enpaia*. In questi ultimi mesi, al di là delle turbolenze del mercato quotidiano, ci sono stati due momenti critici, uno di fine agosto, ben noto, e l'altro di qualche giorno fa. Oggi, dei cinque fondi che abbiamo comprato un paio sono in plusvalenza e un altro è in leggera minusvalenza, ma ha staccato una cedola. Mi riferisco al fondo gestito da Azimut, che è, tuttavia, in una situazione economicamente ancora accettabile.

Ce ne sono, però, un paio in minusvalenza, anche se, naturalmente, sono prodotti che vanno visti in una strategia di lungo termine. Insomma, sono prodotti che non si acquistano per liberarsene dopo poco tempo, ma vanno visti, appunto, secondo una strategia di lungo termine, infatti fanno parte delle immobilizzazioni.

Per il futuro, nel frattempo, anche tenendo conto delle indicazioni che venivano dall'Autorità di vigilanza, in particolare da COVIP (Commissione di vigilanza sui fondi pensione), abbiamo strutturato un nuovo servizio finanziario.

Fino a oggi, le funzioni più importanti, ovvero quelle dell'analisi dell'attivo e del passivo, quindi gli scenari economici e la parte sia consulenziale sugli investimenti, sia di monitoraggio del rischio, erano affidate in massima parte all'*advisor*. Tuttavia, pur essendo fondamentale la collaborazione dell'*advisor*, questo tipo di attività devono essere svolte in prima persona dagli enti, soprattutto se hanno un portafoglio come il nostro. Per questo abbiamo strutturato un servizio finanziario, a cui sarà attribuita una figura dirigenziale, all'interno del quale si prevedono due uffici, uno che si occuperà della parte dell'*asset liability management*, quindi della politica dell'investimento, e un altro che sarà legato al monitoraggio del rischio.

Riguardo al patrimonio immobiliare, a oggi, il valore di mercato sta intorno ai 600

milioni di euro. In quest'ultimo periodo non ci sono state politiche di acquisto di immobili, ma si sta attivando un processo di dismissione parziale di alcuni immobili nell'arco dei tre anni per un valore che dovrebbe essere intorno ai 149 milioni euro, se va a buon fine.

Si tratta di un processo di dismissione diretta, curato, dunque, dagli uffici. Questa è stata la soluzione individuata dal consiglio d'amministrazione. In pratica, si prevede la dismissione cielo-terra, nel senso che cerchiamo di favorire forme di associazione collettiva da parte degli inquilini per vendere l'intero immobile, riconoscendo un diritto di prelazione agli inquilini, con un abbattimento del 30 per cento rispetto al prezzo stabilito dall'Agenzia del territorio.

Anziché rincorrere i prezzi di mercato fatti da operatori del settore o da agenzie, abbiamo deciso di affidarci all'Agenzia del territorio. Forse sul mercato si poteva aspirare a qualcosa in più, ma l'Agenzia del territorio ci dà certezza sul prezzo e, da questo punto di vista, dovrebbe preservarci anche rispetto a eventuali contenziosi.

Abbiamo previsto, dunque, un abbattimento del 30 per cento. Tra le altre cose, l'obiettivo dell'ente è quello di procedere alla dismissione cielo-terra di questi immobili, ma anche di superare un contenzioso che si è venuto a creare negli anni, legato soprattutto a morosità o comunque alle problematiche abitative di un comune grande come quello di Roma.

Allora, anche nell'ottica di superamento del contenzioso, abbiamo previsto che, nel caso in cui gli inquilini che hanno sollevato azioni nei confronti dell'ente (anche se devo dire che in questi ultimi tempi le azioni stanno vedendo riconosciute le ragioni dell'Enpaia) cessino la materia del contendere, quindi si mettano in pari con le morosità e quant'altro, possono avere l'abbattimento del 30 per cento.

Inoltre, l'ente ha lavorato anche con le banche con cui intrattiene solitamente i rapporti istituzionali per cercare di facilitare l'accesso al credito da parte degli

inquilini che intendono acquistare, in termini sia di quota finanziabile, sia di durata dei mutui.

Aggiungo un altro paio di punti che ho visto nelle richieste. Da anni, l'ente ha alcune gestioni patrimoniali di circa 70 milioni gestite da Sondrio e Aletti, che negli anni precedenti sono state attribuite senza procedimenti a evidenza pubblica. Quest'anno stiamo applicando il Codice degli appalti.

Nella nuova struttura è previsto un ufficio dedicato proprio a gare e appalti, quindi per il futuro, se ci dovessimo orientare verso nuove gestioni patrimoniali, non vi è dubbio che procederemo con le procedure che assicurano una corretta concorrenza tra gli operatori e la massima trasparenza.

ANTONIO PIVA, *Presidente dell'Enpaia*. Se posso, vorrei integrare qualche aspetto. Dopo l'intervento del direttore generale, mi sembra sia emersa la volontà di Enpaia di dar vita a una gestione improntata sull'estrema trasparenza. In passato Enpaia ha avuto una gestione non dico personalistica perché ha portato a risultati importanti — come ha ricordato il dottor Rubbiano abbiamo plusvalenze decisamente significative proprio per gli investimenti che sono stati fatti — ma c'era un consiglio d'amministrazione quasi non consapevole, con un'amministrazione che accettava in maniera anche fiduciaria tutte le decisioni prese dai vertici.

Ecco, non ritengo che questo sia giusto, per il semplice motivo che una gestione deve essere condivisa. Se c'è un CdA, è logico che debba essere coinvolto nelle decisioni.

Come ha ricordato il direttore generale, abbiamo superato anche il fatto che in Enpaia il direttore propone e il presidente dispone. Infatti, pur mantenendo la regola dalla scelta da parte del presidente, in qualità di rappresentante del consiglio d'amministrazione, questa viene presa dopo ampia discussione sugli investimenti sia finanziari sia immobiliari.

In particolare, sugli investimenti immobiliari ho voluto fare uno *screening* com-

pleto, evidenziando anche delle anomalie, specialmente sul discorso degli affitti. Avevamo, infatti, parecchie sfittanze, quindi ci siamo mossi e ora stiamo chiudendo queste caselle.

Ho raccomandato, inoltre, all'ufficio finanziario di entrare nell'*housing* sociale a piedi giunti e poi di valutare attentamente i casi di difficoltà da parte del nostro inquilinato per trovare, senza eludere i nostri regolamenti, delle forme per andare incontro alle esigenze di chi in questo momento si trova seriamente in difficoltà.

Riguardo alla politica degli sfratti, in Enpaia era abitudine degli uffici provvedere a decreti esecutivi per sfrattare gli inquilini, cosa che, invece, ho bloccato, valutando tutte le posizioni in sospenso.

Concludo dicendo che da parte mia, relativamente al mio mandato, e del consiglio d'amministrazione c'è la volontà di dare all'ente la massima trasparenza.

Peraltro, abbiamo dimenticato che forse siamo l'unico o l'ultimo ente che ha mantenuto la rendita per gli iscritti al 4 per cento. Ecco, in questi giorni valuteremo anche questo aspetto perché, visto l'andamento dei mercati, dovremmo provvedere ad abbassare questa aliquota. Non sappiamo se andremo al 2,5, al 3 o al 3,25. Sarà una valutazione che faremo entro febbraio, allorquando sarà, appunto, modificata.

PRESIDENTE. Do ora la parola ai colleghi che intendano intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

GIUSEPPE GALATI. Non abbiamo ancora iniziato il lavoro specifico dell'esame dei bilanci, quindi colgo l'occasione della vostra presenza per richiedere alcuni documenti che avevamo chiesto entro la giornata di ieri, ma forse avete avuto qualche disfunzione temporale.

Infatti, per entrare nel merito delle questioni e per compiere compiutamente il nostro potere di controllo e di indirizzo, vi richiedo formalmente gli ultimi due bilanci tecnici attuariali, compresi di tutti gli allegati, e le modalità di definizione della politica di investimento in termini di

obiettivi di rendimento, profili di rischio e criteri di attuazione. Nello specifico, si richiede l'evidenza delle analisi di *asset liability management* collegate alle risultanze dei bilanci tecnici; l'*asset allocation* strategica, in particolare le modalità di definizione della protezione strategica dell'attività, con evidenza degli strumenti finanziari investibili e relativi limiti qualitativi; l'*advisor* a supporto dell'organo di amministrazione e delle strutture operative all'ente; i criteri di selezione dell'*advisor*; il ruolo svolto dall'*advisor* nei processi di selezione dei prodotti gestiti e i presidi organizzativi dell'ente per il controllo dei risultati delle scelte di investimenti che hanno prodotto.

Si richiedono, inoltre, i risultati delle linee di gestione per ciascuna linea di gestione diretta o indiretta del portafoglio; i mandati di gestione; obiettivi di risultati; parametri di *target*; analisi *ex post* dei risultati; analisi della *performance attribution*.

Giustamente, come è stato ricordato, il presidente e il direttore sono protagonisti di una nuova stagione che è iniziata, per il presidente, da un anno e mezzo e, per il direttore, da qualche mese. Proprio perché anche noi siamo figli di una nuova gestione, vogliamo svolgere il nostro lavoro di controllo e indirizzo in maniera seria per rispetto del mandato popolare. Pertanto, se abbiamo le carte, possiamo iniziare ad operare nel merito, come stiamo già facendo, con molta serietà ed evidenza, con i tecnici e i consulenti della Commissione.

Il presidente, che è conoscenza di tutto, sa che lo vogliamo fare proprio per valorizzare profondamente il ruolo delle casse; vogliamo che esse diventino protagoniste dello sviluppo economico e diano un contributo, affinché non siano viste come una chiusura, bensì come un'apertura di territorio.

L'occasione di oggi mi permette di porre due questioni generali, anche perché sul resto del bilancio non possiamo intervenire finché non abbiamo le carte. Il presidente è stato molto preciso nelle sue domande, chiedendo, appunto, quali obiet-

tivi, quanti rendimenti e così via. Altrimenti, rischiamo di fare una discussione molto generale, che non è compito di questa Commissione, che, invece, deve essere molto analitica.

Lo scorso novembre l'Enpaia, insieme a Cassa forense, Inarcassa, Empam e Cassa nazionale dei ragionieri, ha manifestato l'intenzione di entrare nel capitale sociale della Banca d'Italia con una quota complessiva del 10 per cento.

C'è stato un comunicato, che riprende il messaggio che vogliamo dare anche da questa Commissione, ovvero che partecipi al rilancio dell'economia italiana con un segnale di fiducia proprio nei confronti dell'istituzione Banca d'Italia.

La vendita di quote di Bankitalia è, come noto, oggetto di discussione. Per alcuni analisti è motivo di preoccupazione anche perché il piano di vendita della quota pone problemi di raccordo con i meccanismi di gestione del rischio introdotti dalla BCE con il *quantitative easing*.

La domanda è proprio questa. Rispetto a questi elementi, qual è la valutazione che la vostra fondazione ritiene di poter fare in merito alla sicurezza di questa operazione? Quali sono, inoltre, i benefici di medio-lungo periodo che vi attendete?

Vengo all'altra questione, anticipata proprio dal presidente nell'ultimo intervento. A grandi linee, nel bilancio di previsione 2016 il patrimonio è oltre i 1,752 miliardi, quindi è positivo rispetto al soddisfacimento delle prestazioni previdenziali. Tuttavia, si nota una difficoltà sul versante delle locazioni nel settore commerciale.

Rispetto a questo si tratta, quindi, di capire quale può essere la vostra strategia per una gestione ottimale e migliorativa di questo settore, in un *trend* generale complessivo di solidità economica.

Queste erano le questioni che intendevo affrontare. Per il resto, abbiamo bisogno dei materiali anche per rispetto al lavoro testé annunciato dal presidente Piva e dal direttore Morrone e per capire qual è stato l'operato precedente, di cui, ovviamente, non hanno responsabilità. Dico questo per

svolgere un ruolo che tutti insieme dobbiamo affrontare con responsabilità per ottenere i migliori risultati.

SERGIO PUGLIA. Vorrei chiedere se per caso il vostro ente previdenziale ha qualche esposizione verso Banca Etruria e verso le altre tre banche che hanno problemi, quindi se c'è svalutazione *asset*, con componente azionaria o obbligazionaria.

COLOMBA MONGIELLO. Abbiamo ascoltato con molto interesse. Ritengo che la risposta alle sollecitazioni che abbiamo fatto pervenire per iscritto, ci metterà nelle condizioni di essere più sereni e preparati nel giudizio.

Presidente, lei ha parlato di discontinuità. Da donna agricola, ciò non può farmi che piacere perché è una situazione che conosco da lungo tempo, in particolare dai miei 9 anni di permanenza nella Commissione agricoltura.

Avendo una profonda conoscenza dell'argomento, mi colpiscono due aspetti. Da una parte, mi fa piacere la discontinuità, ma mi colpisce anche il fatto che la fondazione ancora non ricerchi una rivisitazione del suo *asset* organizzativo, essendo rimasta legata al vecchio decreto del 1962. Ecco, non ritiene che, anche alla luce anche di una riorganizzazione dei diversi enti, la fondazione dovrebbe rivedere questo tipo di organizzazione al suo interno?

Ho un'altra questione, che ha sollevato anche il collega Galati. Anch'io avevo osservato la vicenda delle locazioni. Forse nella documentazione sarebbe utile per la Commissione avere anche una più approfondita conoscenza del panorama immobiliare, ovvero delle locazioni e delle eventuali dismissioni. Ecco, è una richiesta formale che vi faccio.

PRESIDENTE. Do la parola agli auditi per una breve replica.

ANTONIO PIVA, *Presidente dell'Enpaia*. Per quanto riguarda l'operazione Banca d'Italia, Enpaia ha acquistato l'1 per cento circa del capitale. È stata un'operazione

non dico di pancia, perché in finanza non si fanno operazioni di pancia, ma, oggettivamente, vi è la necessità da parte del sistema Italia di trovare alleanze e convergenze.

Abbiamo, quindi, reputato l'operazione non dico «salva Italia» perché non salviamo niente, ma abbiamo voluto dare un piccolo segnale, a fronte delle garanzie tangibili che questo investimento indubbiamente ha. Insomma, è una piccola goccia nel bicchiere, che, però, va a contribuire a una nuova mentalità, per cui tutti noi operiamo per venire incontro alle esigenze del nostro Paese. Non abbiamo fatto, però, beneficenza perché da questa operazione ci aspettiamo un'ottima redditività.

Oggettivamente, ci sono voci discordanti dagli analisti. C'è chi dice che l'operazione non è strategica e chi si complimenta perché lo è, quindi dice letteralmente il contrario. Tuttavia, abbiamo investito una parte del nostro capitale in questa operazione e valuteremo la situazione. Del resto, avremmo la catastrofe solo se il sistema Italia andasse in *default*, cosa che non penso accada. Peraltro, le garanzie sono vanno al di là dalla Banca d'Italia, quindi l'operazione andava fatta.

Sul discorso delle locazioni sono d'accordissimo. Quando mi sono trovato tutte quelle sfittanze, mi è venuta la pelle d'oca. Avere una struttura sfitta vuol dire avere un deperimento dell'immobile, quindi una svalutazione del patrimonio. Sappiamo benissimo che una struttura rimane efficiente nel momento in cui vive. Di conseguenza, abbiamo dato immediatamente corso a un'operazione di maggior controllo del patrimonio immobiliare, che alla fine ha portato a evidenziare delle lacune. Infatti, avevamo immobili di prestigio che non erano locati e non davano reddito.

Per esempio, abbiamo un immobile meraviglioso in via della Vite, che era affittato al Consiglio dei ministri, il quale a un certo punto non ne necessitava più, quindi lo ha liberato, dopodiché è rimasto fermo per due o tre anni. Viste le dimensioni della struttura, che non aveva le caratteristiche per essere destinata a strut-

tura alberghiera, è stato pianificato un percorso di trasformazione in *bed and breakfast*, per cui ora ha un discreto reddito.

Ancora, in via Torino avevamo un immobile di grosse dimensioni, di circa 170-180 stanze. Vi sono state mille difficoltà, compreso il fallimento della ditta che lo aveva affittato. Ora, però, risolti tutti questi problemi, siamo alla firma per la sua trasformazione in albergo, con un'ottima redditività per Enpaia.

Un'altra situazione riguarda un'altra struttura via Morgagni, anch'essa ferma ormai da 4-5 anni. Anche in questo caso, muovendoci sul mercato, abbiamo trovato la possibilità di partire con una ristrutturazione, dopodiché una società che gestisce laboratori medici e gabinetti dentistici avvierà la sua attività, cosa che darà un reddito per Enpaia superiore al milione di euro annuo.

Oggi, purtroppo l'abitativo sta soffrendo; d'altra parte, nemmeno gli uffici stanno pagando perché, se parliamo di affitti commerciali con destinazione ufficio, vediamo che le aziende si stanno allontanando dal centro per cercare soluzioni in periferia. Invece, noi, come scelta strategica, abbiamo individuato il centro come potenziale per far nuovi investimenti. Di conseguenza, quando parliamo di commerciale la nostra intenzione è legata ad alberghi e ospitalità o ad immobili di un certo prestigio che ci garantiscano un determinato reddito.

Anche le dismissioni vengono fatte. Ormai abbiamo accumulato plusvalenze decisamente alte. Gli inquilini spingono perché vogliono acquistare. Quindi, mettendo da una parte la volontà degli inquilini ad acquistare e dall'altra le plusvalenze che abbiamo accumulato, siccome penso che abbiamo raggiunto il culmine, possiamo assistere anche alla discesa sulla rendita dell'investimento. Credo, infatti, che rin-

novare parte dal patrimonio immobiliare, migliorandolo in termini qualitativi, sia un'operazione di grande vantaggio per l'ente. Relativamente al quesito del senatore Puglia, non abbiamo assolutamente prodotti come quelli citati. Ne avevamo uno legato alla Carife, che, però, abbiamo venduto appena prima che scoppiasse il caso delle quattro banche.

PRESIDENTE. Per concludere, le chiedo di inviarmi i documenti che sono stati richiesti. Mi ha colpito una frase che lei ha detto, ovvero che in questo periodo vi attenete al Codice degli appalti, il che significa che negli anni passati ci sono stati dei problemi.

In più, vi chiediamo una relazione anche rispetto al passato, chiarendo gli investimenti, i rendimenti e tutto quello che è stato fatto negli anni scorsi perché, appunto, dobbiamo definire il vostro bilancio.

Dopo che ci avrete mandato questa documentazione, ci potrà essere una ulteriore audizione laddove dovessimo ravvisare la necessità di ascoltarvi ancora per verificare eventuali punti di criticità ed eventualmente chiarirli.

Ringraziando nuovamente per la vostra disponibilità, dispongo che la documentazione predisposta per la odierna audizione sia allegata al resoconto stenografico della seduta odierna e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 9.35.

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

DOTT. RENZO DICKMANN

Licenziato per la stampa
il 22 marzo 2016.

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

COMMISSIONE PARLAMENTARE DI CONTROLLO SULLE ATTIVITA' DEGLI ENTI
GESTORI DI FORME OBBLIGATORIE DI PREVIDENZA E ASSISTENZA SOCIALE

Audizione del presidente dell'Enpaia Antonio Piva e del
direttore generale Adriano Morrone

Roma 21 gennaio 2016

Il patrimonio mobiliare della fondazione, a valori di mercato a fine settembre 2015, è pari a circa 1.515,3 mln/€, con una quota preponderante investita in titoli obbligazionari in gestione diretta, prevalentemente governativi (46,1%) e corporate (32,7%). La maggioranza del portafoglio è costituita da titoli obbligazionari e polizze che prevedono il rimborso del capitale ed una forma di remunerazione fissa o variabile. E' preponderante la componente a tasso fisso rispetto a quella a tasso variabile che risulta del tutto marginale. I titoli di stato italiani rappresentano circa il 46,1% del patrimonio mobiliare della Fondazione.

La componente "core" del portafoglio della Fondazione è pari a circa il 96,3% del totale, mentre la componente "satellite" si attesta al 3,7%.

Pur in presenza di un mercato mobiliare globale che ha visto una sensibile riduzione dei rendimenti, il portafoglio dei valori mobiliari dell'Ente ha mantenuto la sua solidità registrando nel primo semestre del 2015 un rendimento netto del 3,29%.

Alle criticità emergenti nello scenario macroeconomico e nei mercati finanziari consegue la necessità di implementare la diversificazione del portafoglio, in termini geografici, settoriali e valutari.

Nell'ambito del proprio processo in tema di investimenti, la Fondazione esprime, mediante delibera del Consiglio di amministrazione, i criteri generali di investimento e disinvestimento. Nello specifico, con delibera n.44 del 22 aprile 2015 (all.1), sono stati adottati nuovi criteri di investimento, tesi ad ampliare la varietà degli asset, fattore chiave in uno scenario di rendimenti molto bassi e volatilità in aumento.

La delibera prevede che le politiche di investimento e disinvestimento del patrimonio complessivo dell'Ente vengano individuate in un'ottica di gestione integrata e coerente tra le poste dell'attivo e del passivo (analisi di asset & liability management, ALM), con particolare riferimento al monitoraggio e alla gestione del rischio, che consentano di pervenire complessivamente a rendimenti tali da garantire gli accantonamenti e le rivalutazioni finanziarie previste dalla legge. Si prevede altresì il ricorso alla diversificazione globale degli investimenti, sia a livello geografico che di tipologia di strumenti, utilizzando in misura prevalente strumenti caratterizzati da elevata liquidabilità e trasparenza.

I profili di rischio rimangono comunque contenuti, in quanto la componente "satellite" del portafoglio è limitata al 30%, con facoltà per l'Ente di investire solo fino al 10% del patrimonio complessivo in titoli non investment grade; tale

porzione residuale, in ogni caso, non dovrà essere al di sotto del limite di BB-di S&P e di Fitch e rating equivalente di Moody's (Ba3).

La delibera infine, muovendo dall'opportunità di misure di sostegno al mondo agricolo comunque orientate ad assicurare la redditività del patrimonio dell'Ente, ha previsto espressamente la possibilità di investire in iniziative a sostegno dell'economia reale.

Al riguardo, è opportuno evidenziare che l'incremento al 26% della tassazione dei rendimenti del risparmio previdenziale professionale investito in titoli corporate, introdotto dal decreto-legge n.66/2014 e confermato dall'art.1 della legge di stabilità 2015, rischia di incidere negativamente sui rendimenti legati agli investimenti effettuati dalla casse professionali per assicurare la sostenibilità finanziaria del sistema previdenziale professionale, con il fondato rischio, per il medio-lungo periodo, di una riduzione delle aspettative previdenziali degli iscritti.

L'introduzione del credito d'imposta per gli investimenti in attività di carattere finanziario consente sia di attenuare detto rischio sia di orientare gli investimenti della previdenza professionale verso il sostegno di iniziative economiche riconducibili alle categorie professionali tutelate dalle delle varie casse.

Il recente decreto ministeriale sul credito d'imposta non prevede, però, espressamente l'applicabilità dello sgravio fiscale agli investimenti finalizzati al sostegno delle attività rientranti nei settori dell'agricoltura e dell'agroalimentare, rendendo quantomeno incerta l'applicabilità della misura di favore agli interventi a sostegno dell'agricoltura.

Sarebbe, quindi, auspicabile un intervento volto a colmare detta lacuna in modo da consentire di indirizzare gli investimenti, sul presupposto della certezza dello sgravio fiscale, verso forme di economia reale afferenti ad un settore essenziale per l'economia del Paese, ma fortemente esposto alle variabili del mercato anche per fattori del tutto casuali come quelli legati ai fenomeni naturali.

Nello specifico, l'inserimento dei settori dell'agricoltura e dell'agroalimentare nel campo di applicazione dello sgravio fiscale consentirebbe all'Enpaia - ente di natura bilaterale - di orientare le proprie liquidità verso forme di investimento a sostegno del settore economico che finanzia le prestazioni dell'Ente, abbattendo gli oneri fiscali nella misura prevista dal credito d'imposta, con effetti positivi sulla redditività della gestione di medio-lungo termine.

Per quanto riguarda la componente del portafoglio Enpaia costituita da prodotti "credit linked notes", le operazioni di acquisto (proposta del Direttore generale, decisione del Presidente e successiva informativa al Consiglio di amministrazione) sono state effettuate in massima parte nel 2013 (un titolo nel 2011), e comunque fino al mese di febbraio 2014, per un importo complessivo a valore di libro di 175 milioni di euro. Si tratta di 12 titoli che, alla data del 31 dicembre 2015, presentano una plusvalenza complessiva di euro 6.214.000 (3,35%), mentre solo due di questi registrano una performance negativa.

Portafogli delle gestioni separate

Il portafoglio della Gestione separata dei periti agrari, a valori di mercato a fine settembre 2015, è pari a circa 125 mln/€, con una quota preponderante investita in titoli obbligazionari in gestione diretta, prevalentemente governativi (31% circa) e corporate (39% circa). La maggioranza del portafoglio è costituita da titoli obbligazionari e polizze che prevedono il rimborso del capitale ed una forma di remunerazione fissa o variabile. E' preponderante la componente a tasso fisso rispetto a quella a tasso variabile.

La componente "core" del portafoglio è pari a circa il 93,3% del totale, mentre la componente "satellite" si attesta al 6,7%.

Una parte contenuta del patrimonio è investita in fondi immobiliari (6,7%).

Il rendimento conseguito nel primo semestre del 2015 è stato pari al 3,29%.

Il portafoglio della gestione separata degli agrotecnici, a valori di mercato a fine settembre 2015, è pari a circa 24,3 mln/€, con una quota preponderante investita in titoli obbligazionari in gestione diretta, prevalentemente governativi (44% circa) e corporate (38%). La maggioranza del portafoglio è costituita da titoli obbligazionari che prevedono il rimborso del capitale ed una forma di remunerazione fissa o variabile. E' preponderante la componente a tasso fisso rispetto a quella a tasso variabile. I titoli di stato italiani rappresentano circa il 44% del patrimonio mobiliare della Cassa

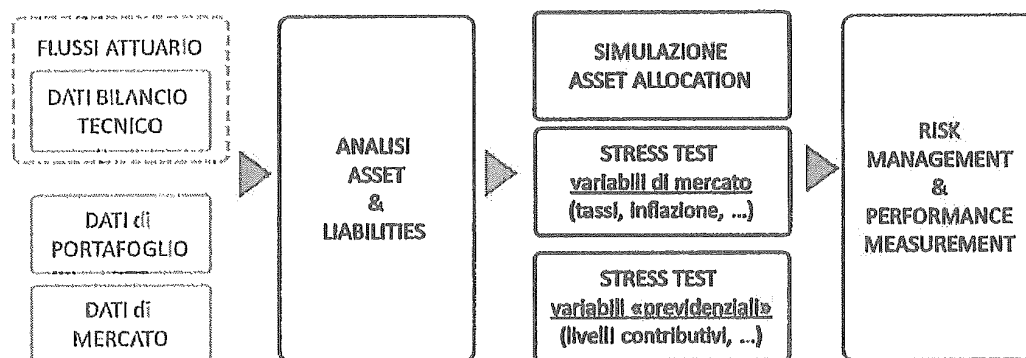
La componente "core" del portafoglio è pari a circa il 80% del totale, mentre la componente "satellite" si attesta al 20% circa. Una parte contenuta del patrimonio è investita in fondi immobiliari (8,2%).

Il rendimento conseguito nel primo semestre del 2015 è stato pari al 3,05%.

Per quanto concerne le modalità di definizione della politica di investimento in termini di obiettivi di rendimento e profili di rischio, la Fondazione si è dotata già dal 2011 di un supporto consulenziale finalizzato all'elaborazione dell'analisi di ALM e, conseguentemente, alla definizione dell'AAS.

L'analisi ALM consente di modellare la struttura del bilancio dell'Ente in chiave integrata e secondo un approccio probabilistico, partendo dalle evidenze deterministiche espresse dal bilancio tecnico, con riferimento al lungo periodo (30 anni) e valutandone gli impatti nel medio periodo. In ragione di ciò, quindi, l'analisi di ALM si basa sulla modellizzazione delle passività costruita ad hoc sulle caratteristiche della Fondazione.

Il processo è così schematizzabile:



Il processo di ALM prevede le seguenti principali attività:

(i) analisi delle passività e costruzione della modellistica ALM

La prima fase del progetto è dedicata all'approfondimento delle caratteristiche del regolamento previdenziale dell'Ente ed alla definizione delle modalità di alimentazione della modellistica di replica dei flussi attuariali che verrà utilizzato per l'ottimizzazione dell'asset allocation strategica. Nello specifico, i flussi previdenziali forniti per il tramite del proprio attuario, saranno depurati dall'inflazione la quale sarà successivamente reintrodotta in maniera stocastica per valutare un ventaglio di possibili valori dei flussi futuri in contesti economici differenti quantificando anche l'impatto di scenari estremi. Analogamente, anche la redditività del patrimonio sarà guidata dai diversi scenari probabilistici che andranno ad alimentare i motori di simulazione ed ottimizzazione descritti di seguito.

L'advisor mette quindi a disposizione dell'Ente uno strumento di replica del bilancio tecnico, con orizzonte di analisi pari a 30 anni, che potrà essere alimentato con variabili economico-demografiche stressate rispetto ad uno scenario di base permettendo, in un primo momento, di determinare le sensitivity del passivo rispetto a diverse grandezze quali, a titolo esemplificativo, la longevità, la dinamica dei redditi e dei contributi e la

duration. La condivisione e la definizione degli scenari di stress da monitorare dovrà essere effettuata preliminarmente alla fornitura dei dati del passivo che dovranno essere forniti tenendo conto dei test da effettuare.

(ii) integrazione della modellistica ALM con il generatore di scenari

Una volta costruita la modellistica di ALM, e calibrata con le caratteristiche del bilancio tecnico, è possibile rappresentare in modo integrato l'evoluzione di tutte le variabili economiche che impattano congiuntamente sulla dinamica del passivo e del patrimonio attraverso l'integrazione nel modello di un motore di simulazione di scenari stocastici; in questo modo si potrà ottenere, per ogni orizzonte temporale futuro, la distribuzione attesa del Funding Ratio, tipica grandezza rispetto alla quale sarà condotto il processo di ottimizzazione dell'asset allocation.

A tal fine, il patrimonio dell'Ente è attentamente riclassificato secondo opportuni indici di mercato che saranno condivisi con l'Ente in termini di universo investibile e modalità di parametrizzazione.

Definite le caratteristiche degli indici di replica, lo step successivo prevede l'implementazione di un motore di generazione di scenari ("ESG") personalizzato avente come obiettivo finale la produzione della struttura a termine dei tassi nominali, dei tassi di inflazione attesa e degli spread di credito che saranno utilizzati per determinare la proiezione e il valore attuali dei flussi passivi simulati, i rendimenti degli indici obbligazionari e quelli dei risky asset (azioni e classi alternative, ecc.).

Con riferimento alle volatilità dei rendimenti, l'ESG consente di replicare la deviazione standard storica degli indici, che usualmente viene calcolata su un orizzonte temporale decennale.

Infine, i rendimenti generati sono tra loro correlati in simulazione utilizzando la decomposizione SVD (single value decomposition) della matrice di correlazione storica.

A questo punto, le metodologie impiegate per l'ottimizzazione dell'asset allocation in ottica LDI prevedono l'utilizzo di una funzione di minimizzazione dei gradienti che permette di ottenere, dopo un numero elevato di iterazioni, la combinazione di attività che, dato un obiettivo di Funding Ratio ad un determinato orizzonte temporale, minimizza i rischi di sottocapitalizzazione dello schema.

La strumentazione implementata sarà utilizzata all'interno del processo d'investimento fornendo all'Ente supporto per:

1. Identificare il rendimento target del patrimonio per assicurare la sostenibilità nel medio-lungo periodo dato il Regolamento vigente; particolare attenzione sarà prestata alla quantificazione dell'impatto

- derivante da dinamiche inattese delle variabili economico-attuariali sull'evoluzione dei flussi attesi;
2. supportare il processo di risk budgeting dove saranno personalizzati l'orizzonte di ottimizzazione, gli obiettivi di capitalizzazione, i limiti agli investimenti e i rischi di shortfall accettabili per l'Ente;
 3. definire un'asset allocation strategica calibrata sulle caratteristiche del passivo (AAS/LDI) atta a massimizzare la probabilità di garantire la sostenibilità dello schema assumendo unicamente i rischi necessari a raggiungere questo obiettivo e minimizzando la probabilità di incorrere in scenari di sottocapitalizzazione; la strategia è ottimizzata a partire dalle analisi svolte sui flussi attesi e sul target di rendimento definito al punto 1;
 4. supportare, in base all'allocation strategica, la definizione del piano annuale di impiego della liquidità investibile;
 5. monitorare il processo di convergenza verso l'asset allocation LDI tramite la quantificazione degli scostamenti dall'allocation obiettivo.

L'identificazione dell'asset allocation strategica e del relativo benchmark, per quanto effettuata con strumenti sofisticati sopra descritti, non garantisce il raggiungimento degli obiettivi reddituali soprattutto nel breve periodo. E' pertanto opportuno assicurare un forte presidio tattico del portafoglio al fine di reagire all'andamento volatile dei mercati.

Il presidio tattico è inoltre supportato dalle evidenze dell'attività di misurazione ed analisi dei rischi e della performance, dalle quali potranno emergere indicazioni utili ad una gestione dinamica del rischio; in particolare sarà monitorata la concentrazione tra fattori di rischio e la valutazione del loro contributo alla rischiosità complessiva di portafoglio, in modo tale da evitare che particolari condizioni di mercato possano portare a significativi scostamenti rispetto a quanto definito in ambito strategico.

L'approccio descritto è utilizzato in particolare per le gestioni separate dei Periti Agrari e degli Agrotecnici; relativamente alla gestione della Fondazione, date le caratteristiche della stessa anche in termini attuariali, è stato utilizzato un approccio mirato ad identificare un target di rendimento complessivo: le diverse passività della Fondazione sono infatti legate (a seconda del tipo di "prestazione" erogata) a distinti tassi di rivalutazione. La prima parte dell'analisi si prefigge quindi, con l'ausilio anche di dati pubblicati sul bilancio dell'Ente, di calcolare un rendimento target generale ponderato. Nella seconda fase si testa, attraverso l'utilizzo del generatore di scenari proprietario, la performance dell'asset allocation dell'Ente a data di valutazione rispetto al target, non solo in termini di rendimento medio, ma osservando l'intera distribuzione attesa ad un dato orizzonte futuro preso a riferimento. Tale approccio permette, come prima conseguenza, l'ulteriore stima di indicatori probabilistici legati al raggiungimento degli obiettivi previdenziali generali.

Infine, inserendo i desiderata in termini di redditività target, vincoli generali sulle classi investibili e budget di rischio ed operando attraverso uno strumento di ottimizzazione si ottengono una o più asset allocation che vengono discusse con l'Ente e che fungono da materiale di confronto e di discussione (risk budgeting strategico) al fine di individuare l'asset allocation che meglio rispecchia l'equilibrio tra redditività necessaria alla sostenibilità e budget di rischio della Fondazione.

Una volta individuata l'asset allocation e la ripartizione strategica delle attività essa verrà implementata operando le scelte di investimento all'interno dei criteri generali di investimento e disinvestimento (che evidenziano sia gli strumenti investibili che i limiti) e nel rispetto delle procedure adottate dall'Ente.

L'analisi di ALM e la conseguente revisione dell'asset allocation strategica vengono aggiornate su base annuale, trimestralmente ne vengono verificate il processo di convergenza e il rispetto degli obiettivi in termini di rendimento/rischio.

Ogni volta che viene redatto un nuovo bilancio tecnico il modello di replica delle passività viene aggiornato e le evidenze ALM rielaborate.

Nota l'AAS e i gap rispetto all'AA attuale, le scelte di investimento vengono effettuate scegliendo le forme tecniche più efficienti.

Se nel caso dei titoli di stato italiani si ritiene più efficiente l'acquisto diretto, per esporsi alle classi di investimento più complesse (azionario, obbligazionario societario,...), per le quali sarebbe necessario un congruo presidio interno, vengono preferiti i gestori professionali, valutando a seconda delle situazioni il ricorso a fondi comuni di investimento piuttosto che l'assegnazione di un mandato di gestione (quest'ultimo compatibile con un approccio strategico ovvero destinato a permanere nel tempo in portafoglio mentre l'utilizzo dei fondi è più compatibile con una gestione tattica degli investimenti). In corso di valutazione anche la possibilità di creazione di comparti dedicati alla Fondazione, attraverso i quali ottimizzare la gestione amministrativa e il controllo dei rischi, come fatto anche da alcuni investitori istituzionali previdenziali.

Nel caso di prodotti gestiti, nota la classe di investimento, viene effettuata dall'advisor un'analisi comparata delle alternative disponibili sul mercato, sia in termini di evidenze quantitative che qualitative, con evidenza dei costi.

Attualmente sono presenti all'interno del portafoglio della Fondazione due gestioni patrimoniali affidate alla Banca popolare di Sondrio e alla Banca Aletti per complessivi 70 milioni di euro.

Alla data del 30 giugno 2015 la gestione patrimoniale della Banca popolare di Sondrio ha registrato una performance positiva del 5,04%, mentre la gestione affidata alla Banca Aletti si è attestata all'1,56%.

Complessivamente la quota affidata alle gestioni patrimoniali ha reso, al 30 giugno 2015, il 2,87%.

Oltre al monitoraggio di natura amministrativo-contabile condotto dagli Uffici, la Fondazione ha a disposizione da parte dell'advisor un report trimestrale dettagliato di analisi del portafoglio su base trimestrale declinato per ciascuna delle 3 gestioni (Fondazione, Periti Agrari e Agrotecnici), i cui contenuti sono stati condivisi con gli Uffici della Fondazione.

In particolare vengono analizzati i seguenti elementi:

- ✓ analisi dell'andamento dei principali mercati finanziari, al fine di individuare le condizioni di contesto;
- ✓ analisi dell'asset allocation a valori di mercato e confronto con quella ottimizzata ("a tendere"), al fine di valutare gli scostamenti;
- ✓ analisi del portafoglio distinto per tipologia di strumenti (titoli, fondi, polizze, ecc.) e per classi di attivo;
- ✓ misurazione del profilo rendimento rischio del portafoglio (rendimento, deviazione standard, downside deviation, sharpe ratio, sortino ratio, Var, expected shortfall, shortfall probability), con annessa analisi dell'andamento e di performance contribution;
- ✓ analisi dei fattori di rischio delle obbligazioni governative: tasso (duration e maturity) e credito (CDS e rating), con particolare focus sull'Italia (cura dei rendimenti, spread, confronto tra titolo nominale e reale, dinamica rischio Italia);
- ✓ analisi dei fattori di rischio delle obbligazioni societarie quotate: tasso (duration e maturity), credito (CDS e rating) e liquidità (ammontare emesso e volumi scambiati);
- ✓ analisi dei fattori di rischio delle obbligazioni societarie non quotate: tasso (duration e maturity), credito (CDS e rating) e liquidità (ammontare emesso e volumi scambiati);
- ✓ focus sulle credit linked notes (CLN): analisi del rischio di credito aggiuntivo (rating e spread) e analisi della diversificazione settoriale effettiva (considerando i rischi di credito sottostanti le CLN);
- ✓ analisi del rischio di tasso del portafoglio obbligazionario: duration e maturity (puntuali e per bucket/anno);
- ✓ analisi della diversificazione del portafoglio obbligazionario per fattori di rischio: tipo tasso, settore (con focus sulle emissioni subordinate/ibride), rating e CDS emittente;
- ✓ analisi dei portafogli delle gestioni patrimoniali;
- ✓ misurazione del profilo rendimento rischio delle singole gestioni patrimoniali (rendimento, deviazione standard, downside deviation, drawdown e tempo di recupero, sharpe ratio, sortino ratio, Var, expected

shortfall, shortfall probability) con andamento della gestione rispetto al benchmark/obiettivo.

Con delibera del Consiglio di amministrazione n.64 del 25 novembre 2015 è stato approvato il documento di sintesi relativo all'aggiornamento dell'asset liability management e di revisione dell'asset allocation strategica, optando per un'asset allocation a tendere con obiettivo di rendimento reale all'1,5% (all.2).

Analogo documento è stato approvato dal Comitato della gestione separata dei periti agrari, con obiettivo reale di rendimento all' 1,7%.

Nella gestione del proprio portafoglio, la Fondazione si avvale della consulenza di un advisor la cui attività era regolata, fino al 2015, da un incarico derivante da affidamento diretto.

Nel 2015 è stata espletata una gara pubblica per l'affidamento del servizio di consulenza finanziaria sul portafoglio mobiliare e immobiliare dell'Enpaia. Nello specifico è stata adottata una procedura di gara ristretta sotto soglia comunitaria con il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa e le attività di gara si sono concluse il 12 dicembre 2015 con l'aggiudicazione del servizio a Prometeia Advisor Sim spa, che già svolgeva in precedenza tale incarico, con un costo complessivo per il prossimo biennio di euro 135.006, iva esclusa.

L'incarico affidato prevede: l'analisi delle attività e delle passività dell'Ente (ALM); la consulenza in materia di investimenti; il monitoraggio e il controllo del rischio.

Tali attività vengono espletate secondo le metodologie illustrate precedentemente.

Al riguardo, appare utile evidenziare che su proposta della Direzione generale, il Consiglio di amministrazione, in data 25 novembre 2015, ha adottato un nuovo organigramma dell'Ente che potenzia il servizio finanziario trasformandolo in struttura di livello dirigenziale articolata in due uffici, uno dei quali dedicato espressamente al monitoraggio e controllo del rischio.

Nello specifico, la nuova divisione finanza avrà le seguenti competenze: supporto alla definizione della politica di investimento (breve, medio e lungo termine) e del relativo documento (DPI), attraverso l'elaborazione di proposte relative all'asset allocation strategica e tattica; monitoraggio della politica di investimento adottata; analisi e proposta delle opportunità di investimento e disinvestimento delle risorse finanziarie dell'Ente, collaborando con gli eventuali gestori ed advisor esterni; attività istruttoria per la selezione dei

gestori/advisor finanziari, strumenti di investimento; predisposizione degli strumenti contrattuali successivi alle decisioni di investimento/disinvestimento; gestione amministrativa del portafoglio titoli della Fondazione; cura dell'archivio gestionale relativo agli investimenti e disinvestimenti effettuati; valutazione della coerenza dell'asset allocation con gli scenari di mercato; presidio e monitoraggio costante del rischio finanziario del portafoglio mobiliare; predisposizione della reportistica richiesta dalle autorità di vigilanza; predisposizione della reportistica sull'andamento del portafoglio e sulle attività in corso per il Direttore generale, il Presidente e il Consiglio di amministrazione.

**DELIBERA n. 44/15****Consiglio di Amministrazione****Seduta del 22 aprile 2015****IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

VISTO l'art. 8 comma 2 lettere j) ed s) dello Statuto;

VISTE le Norme Interne di Contabilità e Amministrazione;

CONSIDERATA la struttura del Bilancio della Fondazione Enpaia;

VISTA la Direttiva del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali del 10 febbraio 2011;

VISTO il Decreto Interministeriale del 5 giugno 2012 in merito alla disciplina delle modalità con cui la COVIP deve riferire ai Ministeri Vigilanti sull'attività di controllo svolta sugli Enti di cui al Dlgs.vo 509/94;

VISTA al circolare COVIP del 22 luglio 2013 n.5089 in merito all'utilizzo dei giudizi delle agenzie di rating;

TENUTO CONTO dello schema di Regolamento contenuto nella bozza del Decreto Interministeriale in materia di investimento delle risorse finanziarie degli Enti previdenziali, dei conflitti di interesse e di depositario;

CONSIDERATO quanto emerso dalla discussione scaturita e dalle osservazioni formulate nella seduta della Commissione Investimenti del 13 gennaio 2015 e del 18 marzo 2015;

TENUTO CONTO dell'opportunità di misure di sostegno al mondo agricolo, comunque orientati ad assicurare la redditività del patrimonio dell'Ente.

UDITA la relazione del Direttore Generale;

SU PROPOSTA del Presidente:

DELIBERA

- a) di individuare le politiche di investimento e disinvestimento del patrimonio complessivo in un'ottica di gestione integrata e coerente tra le poste dell'attivo e del passivo (analisi di asset & liability management, ALM), con particolare riferimento al monitoraggio e alla gestione del rischio, che consentano di pervenire complessivamente a rendimenti tali da garantire gli accantonamenti e le rivalutazioni finanziarie previste dalla legge. Tali obiettivi saranno specificati annualmente in base al risultato dell'analisi di ALM ;






- b) di destinare le risorse in una struttura di investimenti nella quale la parte prevalente (componente *Core*) è destinata a massimizzare la probabilità di raggiungimento del target annuale di redditività, coerente con il profilo dei flussi per prestazioni ed i rischi in essi impliciti, mentre la parte residuale (componente *Satellite*) ha l'obiettivo di stabilizzare la prima e di incrementare la redditività attesa del portafoglio nel medio-lungo periodo. Annualmente, a seguito dell'analisi dell'ALM, dovrà essere discussa e deliberata dal C.d.A., nell'ambito di quanto previsto dai criteri generali d'investimento, la ripartizione percentuale di Asset Allocation nelle singole classi di attività.
- c) di avere una esposizione al portafoglio *Satellite* pari ad un massimo del 30% del patrimonio complessivo e conseguentemente una esposizione minima alla componente *Core* del 70%;
- d) di diversificare adeguatamente il patrimonio in termini di fonti di rendimento investendo attraverso un'asset allocation globale (Europa, altri paesi sviluppati, paesi emergenti) e ricorrendo anche a gestori professionali, al fine di evitare la concentrazione di rischi; in tal senso il patrimonio potrà essere investito nelle seguenti classi di attività: immobiliare (diretto e in fondi), liquidità, obbligazionario, azionario, altri investimenti (private debt, private equity, materie prime, fondi flessibili);
- e) di ottimizzare i risultati contenendo i costi di transazione, gestione e funzionamento in rapporto alla dimensione e alla complessità della struttura del patrimonio;
- f) di definire, con separato documento, una politica di monitoraggio dei rischi a supporto delle scelte di investimento e disinvestimento della Fondazione, incentrata su una pluralità di parametri di valutazione attraverso la sinergia delle attività di verifica da parte dell'organismo consiliare preposto con il supporto di specifiche professionalità interne e/o esterne;
- g) di investire il patrimonio dell'Ente in immobili e diritti reali immobiliari. Di investire inoltre nei seguenti valori, quotati e non quotati (per questi ultimi in misura non superiore al 30% del patrimonio complessivo), espressi in euro o, in via residuale, in altre valute di stati aderenti all'OCSE il cui debito pubblico possieda, alla data di acquisto, un rating pari almeno a investment grade :
1. strumenti di mercato monetario (pronti contro termine, depositi);
 2. strumenti di mercato mobiliare (titoli di stato e altri titoli di debito; azioni e altri titoli rappresentativi del capitale di rischio, obbligazioni anche riferite all'innovazione e allo sviluppo rurale, nonché titoli previsti dall'art. 1 L.23/12 2014 n. 190);
 3. strumenti di raccolta (fondi comuni mobiliari aperti o chiusi, fondi comuni immobiliari, etf, Sicav, Sif, FIA, prodotti assicurativi);



4. contratti di finanza derivata e strumenti volti esclusivamente alla copertura o alla gestione del rischio di investimento o di cambio, in presenza di adeguata motivazione ;
5. altri strumenti finanziari, anche alternativi, consentiti dalle disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli enti previdenziali;
- h) di investire in misura prevalente su strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentari, caratterizzati da elevata trasparenza e liquidabilità, e di individuare le soluzioni di investimento attraverso procedure comparative, ove possibile;
- i) di privilegiare la gestione diretta degli attivi Core e valutare la gestione delegata ad operatori professionali per la componente Satellite, sia attraverso fondi di investimento (anche dedicati) che tramite mandati di gestione;
- j) di considerare come strumenti Core gli investimenti che generano flussi di reddito altamente prevedibili e tendenzialmente costanti nel tempo con profili di rischio contenuti: per esempio rientrano in tale ambito tipicamente l'immobiliare a reddito, il monetario e l'obbligazionario ad alto merito di credito, anche gestiti;
- k) di considerare come strumenti Satellite gli investimenti meno correlati alle dinamiche delle passività e la cui redditività dipende maggiormente dall'apprezzamento in conto capitale per esempio rientrano in tale ambito tipicamente l'azionario, l'obbligazionario ad alto rendimento, l'immobiliare a sviluppo e gli altri investimenti;
- l) di avere la facoltà di detenere fino al 10% del patrimonio complessivo in titoli non investment grade; tale porzione residuale, in ogni caso, non dovrà essere al di sotto del limite di BB- di S&P e di Fitch e rating equivalente di Moody's (Ba3). Relativamente agli strumenti gestiti si farà riferimento al rating medio dello strumento; qualora all'emissione lo strumento non possieda un rating proprio, si farà riferimento al rating dell'emittente, sino a quando non verrà assegnato un rating allo strumento stesso;
- m) di non investire direttamente più del 5% del patrimonio complessivo in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto e non più del 10% in strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti ad unico gruppo societario come definito dal Codice Civile ; tali limiti non si applicano agli strumenti gestiti, agli strumenti finanziari emessi e/o garantiti da un Paese membro dell'Unione Europea, da un Paese aderente all'OCSE o da organismi internazionali di carattere pubblico di cui fanno parte uno o più Paesi dell'Unione Europea;
- n) di investire in strumenti gestiti (OICR) a condizione che l'Ente sia in grado di monitorare il rischio;



- 
- o) di investire in fondi alternativi, con esclusione degli hedge funds, non più del 30% di cui non oltre il 20% del patrimonio complessivo in fondi chiusi, privilegiando le iniziative a sostegno dell'economia reale;
- p) di investire direttamente in immobili e in diritti reali immobiliari entro un limite a tendere non inferiore al 20% del patrimonio complessivo, previa adeguata valutazione di costo/opportunità della dismissione e secondo un processo di pianificazione pluriennale che non pregiudichi la conservazione del valore del patrimonio dell'Ente;
- q) di investire le proprie risorse prevalentemente in Euro, contenendo l'esposizione valutaria, al netto delle coperture, entro il 30% delle disponibilità;
- r) di valutare, singolarmente, per gli investimenti attualmente presenti in portafoglio, che non rientrano nelle su indicate specificazioni, l'opportunità di un eventuale mantenimento con riferimento ai costi/opportunità di una pronta dismissione;
- s) di operare come al punto precedente qualora gli investimenti perdano le caratteristiche presenti all'atto dell'acquisto;
- t) le eventuali giacenze in attesa di essere investite dovranno risultate collocate in operazioni a breve termine (c/e, P/T, TD) con primarie controparti di mercato, alle migliori condizioni e secondo un principio di diversificazione del rischio.



ALLEGATO 2



FONDAZIONE E.N.P.A.I.A.
ENTE NAZIONALE DI PREVIDENZA PER GLI
ADDETTI E PER GLI IMPIEGATI IN AGRICOLTURA

**DELIBERA n. 64/15****Consiglio di Amministrazione**

seduta del 25 novembre 2015

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**VISTO** l'art. 8 comma 2 lettera J) dello Statuto;**VISTO** il Documento relativo all'aggiornamento ALM e revisione dell'asset allocation strategico esaminato nella seduta del Consiglio di Amministrazione del 4 novembre 2015;**VISTO** il documento di sintesi predisposto che è parte integrante della presente delibera;**PRESO ATTO** di quanto in esso contenuto;**VISTO** il parere della Commissione Investimenti e Mobiliari e Immobiliari nella seduta del 24 novembre 2015;**UDITA** la relazione del Direttore Generale:**DELIBERA**

- approvare il documento di sintesi relativo alla ALM e revisione dell'asset allocation strategica;
- di adottare quali ipotesi di allocazione a tendere quella AA 1,5% relativa all'esercizio del risk budgeting strategico.



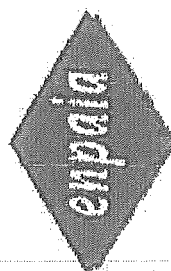
analisi di asset & liability management

aggiornamento 2015

sintesi per il CdA

Roma

23 novembre 2015



Direzione generale

rialutazione passivo

target di rendimento | tabella sinottica

i target di redditività, in corrispondenza del livello deterministico di inflazione pari al 2% (ipotesi e stime Bilancio tecnico) sono i seguenti:

tipologia di calcolo	rendimento target		utilizzo delle riserve
	reale netto	nominale lordo	
fondi del passivo	15%	40,2% inf.+2,7%	NO
valori di libro senza riserve	14%	3,4%	NO
valori di libro con riserve	10%	3,0%	SI
valori di mercato	0%	2,1%	SI

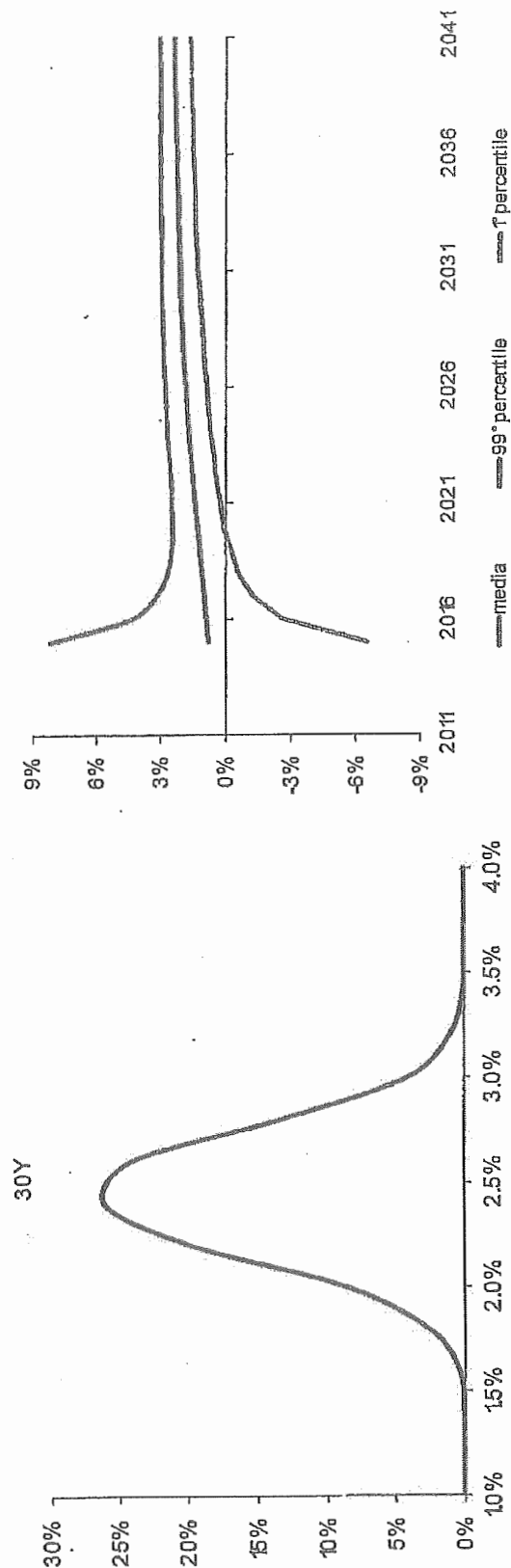
(*) Nota: rendimento target nominale lordo (a normativa vigente)

i target di redditività si mantengono sostanzialmente in linea con quanto stimato negli anni precedenti, con alcune importanti considerazioni:

- il livello di redditività lorda target, che tiene conto della fiscalità vigente, è rivisto in rialzo con il passaggio della tassazione delle rendite finanziarie dal 20 al 26% (ciò ha significato il passaggio da una aliquota media del 23,6% all'attuale 25,6%)
- il sensibile mutamento delle condizioni di mercato rende tra l'altro questi target maggiormente sfidanti, soprattutto nel breve/medio termine, come emerge chiaramente nel grafico delle probabilità di battere i livelli target (slide successive)
- nella tipologia di calcolo a valori di libro del patrimonio con riserve e in quella del patrimonio a valori di mercato, la rilevante riduzione del livello di redditività target passa attraverso una completo utilizzo delle riserve sino ad ora accantonate

analisi dell'asset allocation attuale

analisi rischio rendimento | evoluzione attesa nel lungo termine

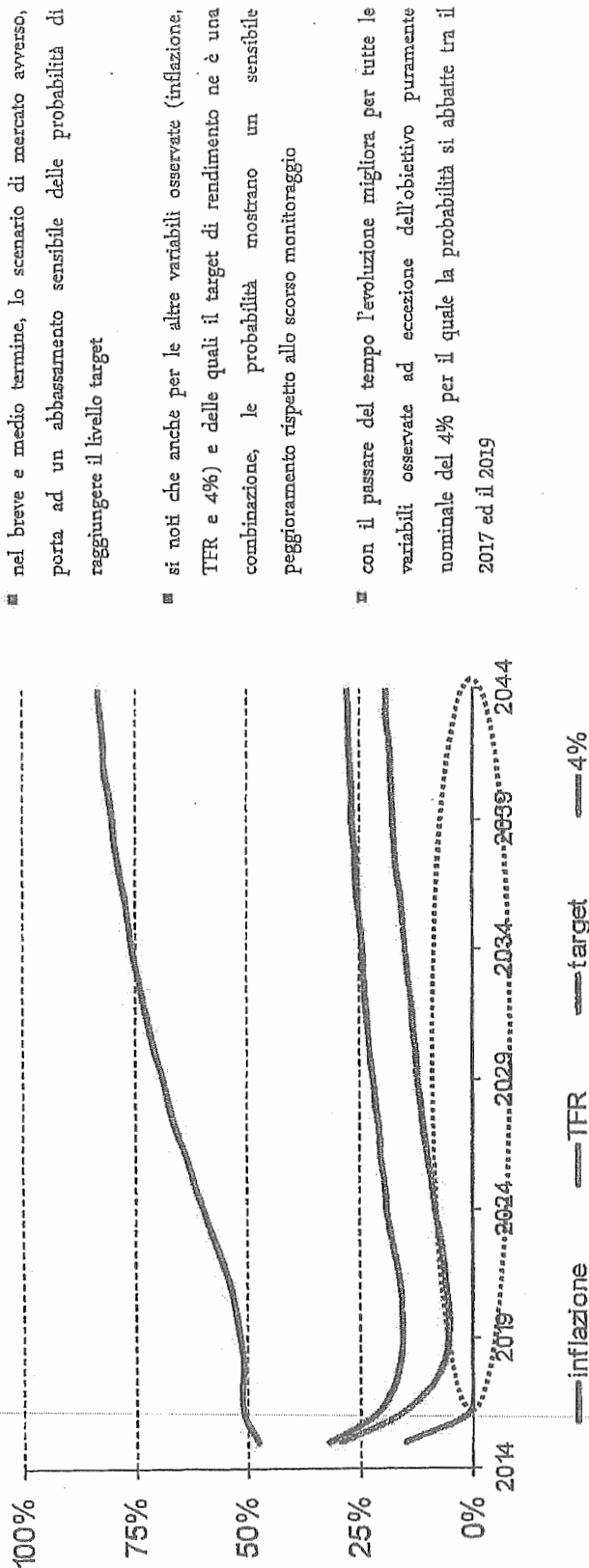


rendimento non inale con posto annuo

	5 anni	10 anni	15 anni	20 anni	25 anni	30 anni
1° perc.	-0.2%	0.7%	1.1%	1.4%	1.5%	1.7%
5° perc.	0.2%	1.0%	1.4%	1.6%	1.8%	1.9%
Media	1.2%	1.7%	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%
75° perc.	1.5%	2.0%	2.2%	2.4%	2.5%	2.5%
95° perc.	2.1%	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%	2.8%
99° perc.	2.5%	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
CVaR (99°)	-0.4%	0.5%	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%
dispersione (5°-95° perc.)	19%	14%	13%	11%	10%	0.9%

analisi dell'asset allocation attuale

analisi rischio rendimento | probabilità di battere livelli target



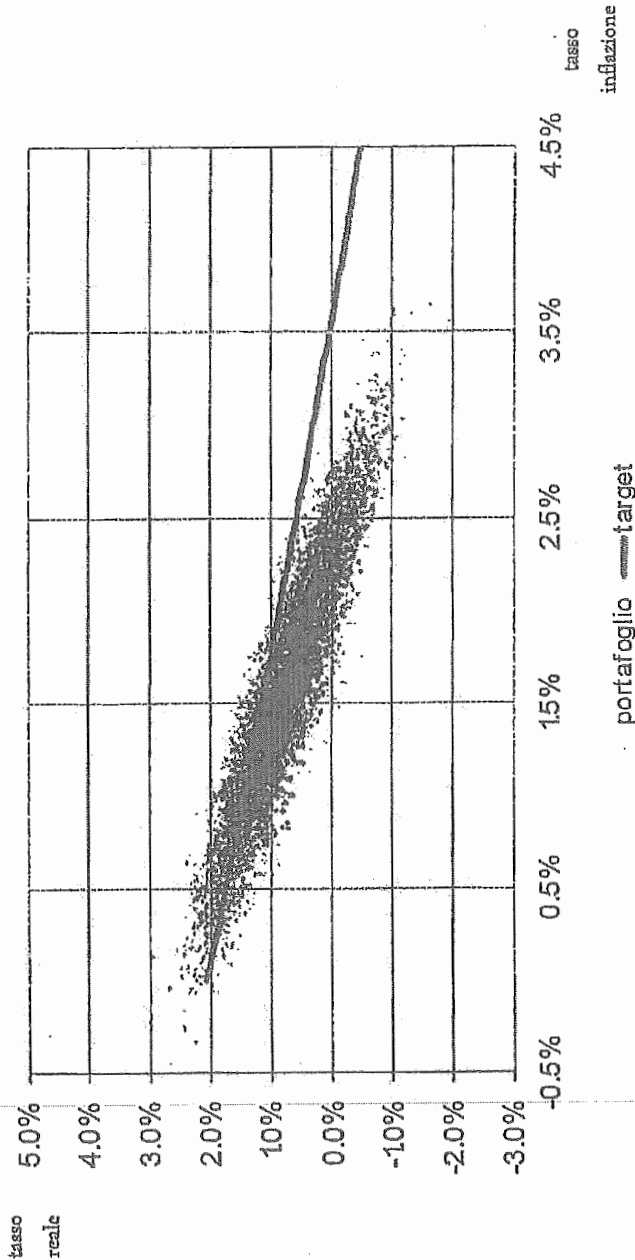
- nel breve e medio termine, lo scenario di mercato avverso, porta ad un abbassamento sensibile delle probabilità di raggiungere il livello target
- si noti che anche per le altre variabili osservate (inflazione, TFR e 4%) e delle quali il target di rendimento ne è una combinazione, le probabilità mostrano un sensibile peggioramento rispetto allo scorso monitoraggio
- con il passare del tempo l'evoluzione migliora per tutte le variabili osservate ad eccezione dell'obiettivo puramente nominale del 4% per il quale la probabilità si abbatte tra il 2017 ed il 2019

- La probabilità di battere il livello target superava il 50% al 2035 nello scorso monitoraggio, mentre oggi non è in grado di raggiungerlo entro l'orizzonte temporale di 30 anni

analisi dell'asset allocation attuale

analisi dei rendimenti reali | dinamica in funzione dell'inflazione

inflazione vs. reale - 30Y



- la nuvola di punti descrive i livelli di rendimento raggiunti nella simulazione
- si ricorda che il raggiungimento dei risultati mostrati implica il completo utilizzo delle riserve accumulate dall'Ente

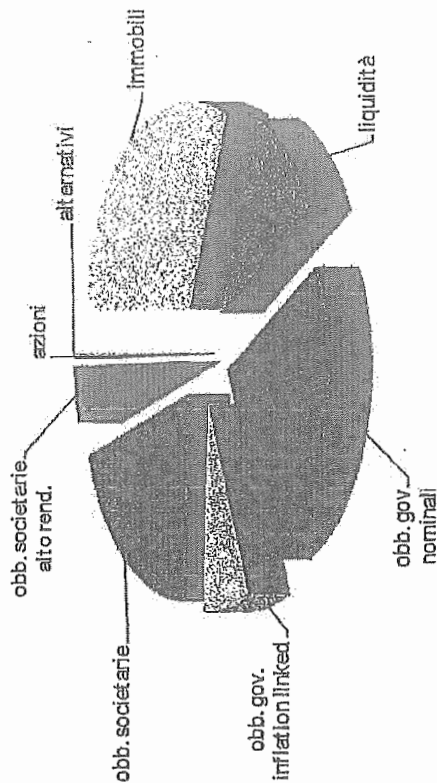
■ sostanzialmente si registra un forte peggioramento rispetto al precedente monitoraggio; la nuvola di punti, infatti, si è spostata verso il basso rispetto alla linea che rappresenta il target da raggiungere, dati i diversi livelli di tassi di inflazione

■ si noti che con inflazione superiore all'1,5% i rendimenti reali, non solo sono ben al di sotto della linea target, ma diventano anche negativi

revisione dell' asset allocation

allocazione strategica | analisi asset allocation attuale

	giu-15
immobili	30.9%
liquidità	11.0%
obb. gov. nominali	26.6%
obb. gov. inflation linked	7.2%
obb. societarie	19.6%
obb. societarie alto rend.	4.4%
azioni	0.2%
alternativi	0.1%



- la composizione del patrimonio in macro asset class, a fine giugno 2015, non riflette differenze sostanziali rispetto alla situazione alla fine dell'anno scorso se non per un aumento della liquidità ed una riduzione delle obbligazioni societarie e dell'azionario
- il profilo di redditività reale, rispetto all'anno precedente, decresce in modo importante e si colloca intorno allo 0.7%, in linea con una riduzione dei rendimenti nominali di circa 50 bps.
- il profilo di volatilità invece risulta praticamente invariato

rend. nominale medio composto 30Y	2.3%
rend. reale medio composto 30Y	0.7%
volatilità media annua a 30Y	2.4%

revisione dell' asset allocation

risk budgeting strategico | ipotesi di allocazione a tendere

L'esercizio di risk budgeting strategico è stato condotto su 3 ipotesi di allocazione differenti per obiettivo di rendimento, con un graduale aumento delle asset class 'più rischiose', all'aumentare del rendimento reale netto target, in particolare:

- nell'AA 1,0% reale le modifiche principali riguardano l'impiego della liquidità per aumentare la diversificazione geografica, i titoli legati all'inflazione e in minima parte le asset rischiose (bond emergenti, azioni ed alternativi)

	attuale	AA 10%	AA 13%	AA 15%
immobili	30.9%	28.0%	28.0%	28.0%
liquidità e strumenti monetari*	11.0%	5.0%	3.0%	2.0%
obb. gov. emu	26.6%	21.0%	17.0%	15.0%
obb. gov. ex-emu	0.0%	3.0%	2.0%	2.0%
obb. gov. inflation linked	7.2%	12.0%	13.0%	11.0%
obb. gov. mercati emergenti	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
obb. societarie emu	19.6%	15.0%	12.0%	9.0%
obb. societarie globale ex-emu	0.0%	3.0%	3.0%	2.0%
obb. societarie alto rendimento	4.4%	2.0%	3.0%	3.0%
az. emu	0.2%	3.0%	6.0%	9.0%
az. globale ex emu	0.0%	15%	3.0%	4.0%
az. mercati emergenti	0.0%	0.5%	1.0%	2.0%
alternativi	0.1%	5.0%	7.0%	10.0%
	100%	100%	100%	100%

■ l'AA 1,3% reale presenta un target di rendimento più sfidante che può essere raggiunto tramite un ulteriore aumento delle classi azionarie (fino al 10%), degli alternativi e dei bond dei paesi emergenti e dei mercati globali; anche in questa allocazione è determinante la diversificazione per area geografica e l'investimento in titoli legati all'inflazione

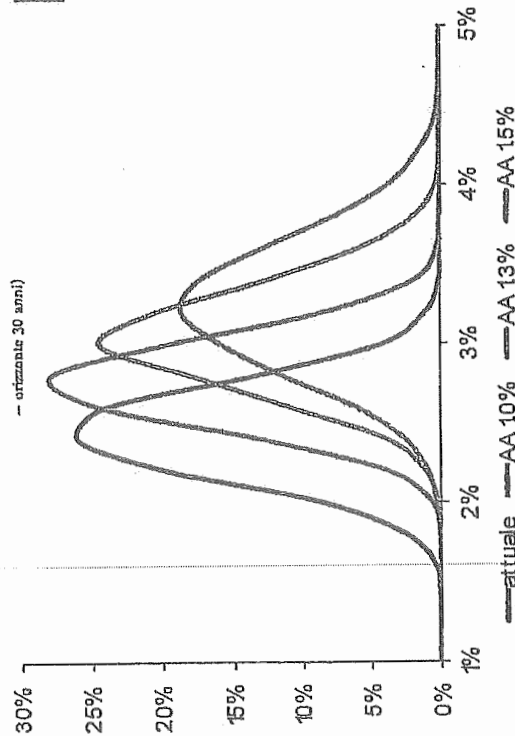
■ l'AA 1,5% reale è particolarmente sfidante dato l'attuale livello dei tassi di interesse; essa impone di incrementare sensibilmente sia l'esposizione azionaria (sino al 15% del patrimonio) sia il peso degli alternativi (10%) e delle classi degli obbligazionari a più alto rendimento (in particolare bond emergenti)

* liquidità, strumenti del mercato monetario e polizza

revisione dell'asset allocation

risk budgeting strategico | rendimenti attesi e rischiosità (1/2)

distribuzione rendimenti nominali netti (composti annualizzati)



	30Y	attuale	AA 10%	AA 13%	AA 15%
rend. nom. composto netto		2.3%	2.7%	2.9%	3.1%
rend. nom. composto netto 5° perc		1.9%	2.2%	2.4%	2.5%
rend. reale composto netto		0.7%	1.0%	1.3%	1.5%
rend. reale composto netto 5° perc		-0.5%	-0.1%	0.1%	0.3%
volatilità		2.4%	2.7%	3.2%	3.4%
perdita massima prob. 5% (singolo anno)		2.6%	2.8%	3.2%	3.3%
perdita massima prob. 1% (singolo anno)		4.0%	4.6%	5.3%	5.9%
probabilità di battere:					
inflazione		33.4%	32.6%	36.3%	37.5%
TFR		27.6%	47.5%	66.0%	76.3%
target		19.2%	44.0%	70.5%	81.6%
4%		0.0%	0.0%	0.1%	2.2%

- La probabilità dell'attuale allocazione di battere il target è del 19,2%, nelle AA alternative tale probabilità aumenta progressivamente sino all'81,6% dell'AA 1.5% reale
- La distribuzione dei rendimenti nominali attesi mostra l'efficiamento dell'asset allocation nelle tre ipotesi
- La maggiore volatilità è compensata dalla minore probabilità del verificarsi di eventi particolarmente negativi (miglioramento delle code della distribuzione) soprattutto nelle ipotesi AA 1.3% reale e AA 1.5% reale
- Le varie asset allocation presentano però dei rischi di breve termine diversi, infatti la perdita massima con una probabilità del 5% di eventi più sfavorevoli aumenta dal 2,8% della AA 1.0% reale al 3,3% della AA 1.5% reale

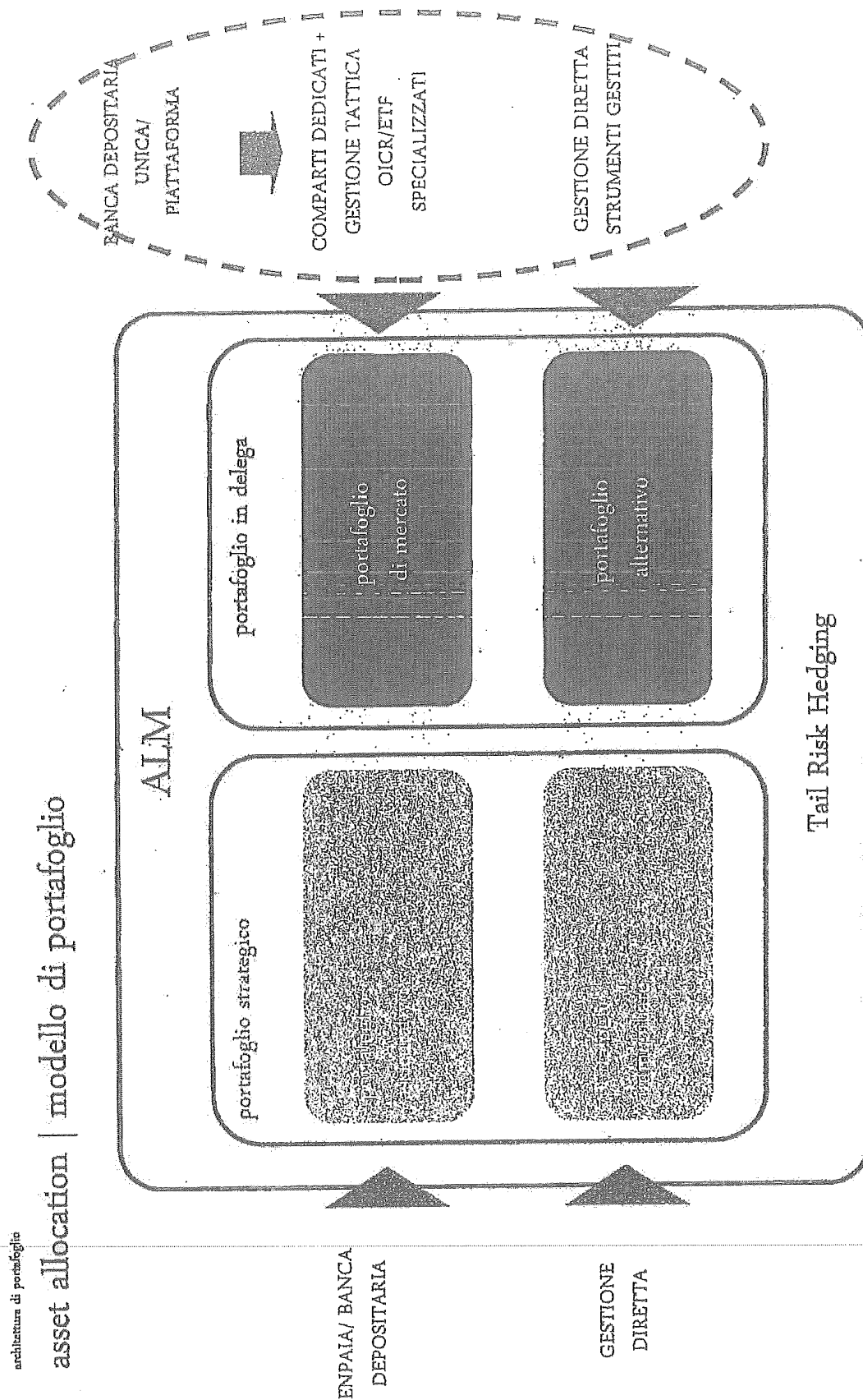
revisione dell' asset allocation

risk budgeting strategico | AA con obiettivo 4% nominale

	attuale	AA 2,3%	30 anni	AA attuale	AA 2,3%	
immobili	30,9%	12,0%				
liquidità e strumenti monetari*	11,0%	10%		2,3%	4,0%	
obb. gov. emu	26,6%	5,0%		1,9%	2,3%	
obb. gov. ex-emu	0,0%	2,0%		0,7%	2,3%	
obb. gov. inflation linked	7,2%	6,0%		-0,5%	0,5%	
obb. gov. mercati emergenti	0,0%	3,0%		2,4%	6,2%	
obb. societarie emu	19,6%	4,0%		2,6%	6,9%	
obb. societarie globale ex-emu	0,0%	2,0%		4,0%	11,5%	
obb. societarie alto rendimento	4,4%	3,0%				
az. emu	0,2%	20,0%				
az. globale ex-emu	0,0%	20,0%				
az. mercati emergenti	0,0%	10,0%				
alternativi	0,1%	12,0%				
Totale	100%	100%				
				inflazione	83,4%	97,9%
				TFR	27,6%	88,5%
				target	19,2%	89,2%
					4%	0,0%
						48,6%

■ L'AA 2,3% reale (rendimento nominale 4%, ipotesi richiesta dal CdA dell'Ente) è estremamente sfidante, comportando un'esposizione alle classi di attivo più rischiose per quasi il 70% del portafoglio (obbligazionario ad alto rendimento/ emergenti 6%, azionario del 50%, alternativo 12%) a scapito della componente obbligazionaria più tradizionale e dell'immobiliare; tale composizione di portafoglio non è compatibile con quanto contenuto nella vigente delibera sui criteri di investimento

■ la probabilità di battere il target aumenta arrivando all'89,2%; tuttavia la volatilità è più che doppia rispetto all'AA attuale, con rischi di breve termine in deciso aumento, infatti, la perdita massima con una probabilità del 5% di eventi più sfavorevoli arriva al 6,9% annuo



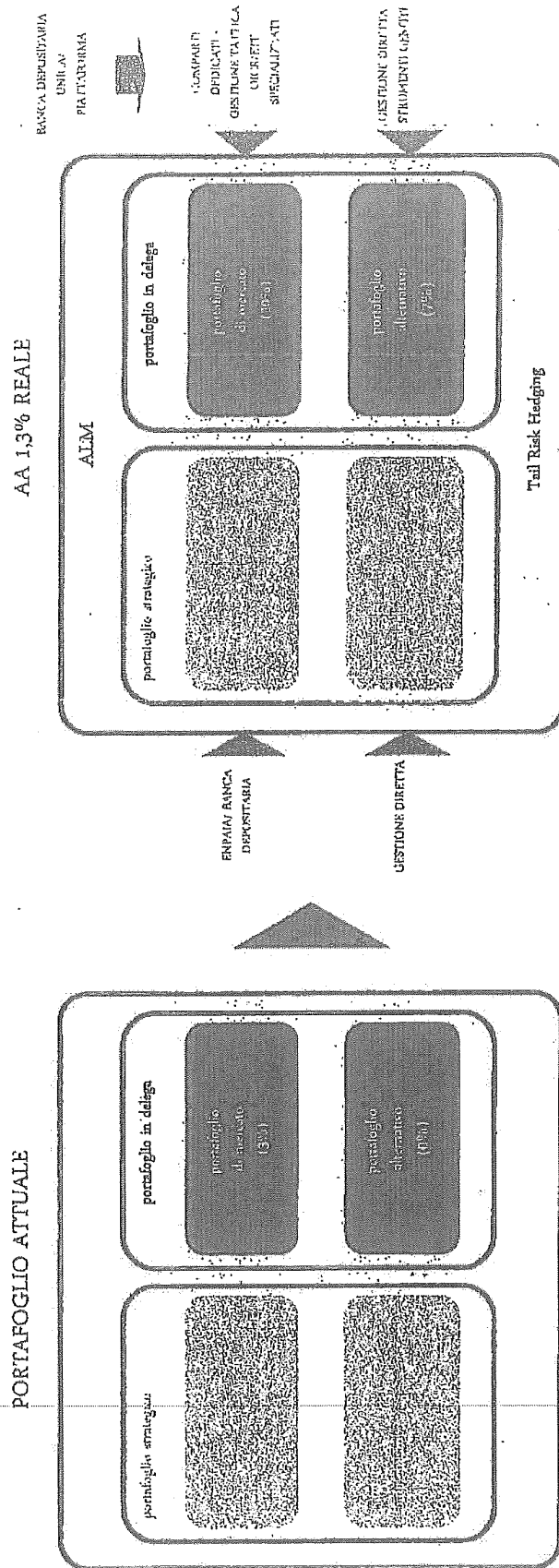
architettura di portafoglio

architettura di portafoglio | modalità di implementazione

- l'implementazione del portafoglio di mercato attraverso l'asset management tradizionale (portafoglio di mercato) potrà avvenire mediante la costituzione di comparti dedicati, all'interno dei quali replicare parte dell'asset allocation strategica dell'Ente
- i vantaggi principali della modalità implementativa proposta sono: selezione «diretta» dei gestori, con possibilità di eventuale revoca e sostituzione; personalizzazione delle linee guida; semplificazione contabile, amministrativa e gestionale; valorizzazione periodica a valori di mercato (NAV); presenza di banca depositaria e monitoraggio dettagliato (e integrato) dei portafogli
- l'Ente potrà proseguire nella gestione di una parte del patrimonio attraverso l'acquisto diretto di strumenti finanziari che vengono immobilizzati (strumenti monetari, polizze, obbligazioni, partecipazioni strategiche) e mantenuti con l'obiettivo di incassare i flussi cedolari, con riferimento al rendimento obiettivo in grado di produrre un target di rendimento in logica ALM (portafoglio assicurativo)
- a seconda dell'asset allocation scelta e della modalità di implementazione individuata sarà possibile avviare la convergenza partendo dal portafoglio assicurativo, con particolare riferimento all'aumento della duration reale del patrimonio per il tramite dell'acquisto delle obbligazioni legate all'inflazione in sostituzione di quelle nominali
- relativamente al portafoglio alternativo sarà possibile individuare OICR/FIA investibili caratterizzati come investimenti a sostegno dell'economia reale (tipicamente nella forma del fondo chiuso di private equity e/oprivate debt) e/o approcci di gestione alternativa su asset-class tradizionali (tipicamente nella forma di fondi UCITS obbligazionari a rendimento assoluto, azionari flessibili, multi-asset) al fine di avviare la convergenza anche di questa componente

architettura di portafoglio

asset allocation | evoluzione del modello di portafoglio



La riconfigurazione dell'architettura del portafoglio, sulla base dell'asset allocation di lungo periodo individuata dall'Ente, determinerebbe un marcato spostamento tra le componenti. In particolare lo spostamento più rilevante riguarda l'aumento della componente di portafoglio di mercato (gestito da operatori professionali) e la costituzione di un portafoglio alternativo, a scapito della riduzione del portafoglio assicurativo (gestito in titoli diretti, ad oggi titoli di stato e obbligazioni societarie)

Il portafoglio ottimizzato sarà coerente con le risultanze dell'analisi di ALM e potrà prevedere meccanismi di protezione dalle oscillazioni estreme di breve termine (tail risk hedging), anche tramite un apposito mandato di risk overlay

architettura di portafoglio

portafoglio di mercato | articolazione comparti dedicati

APPROCCIO SPECIALIZZATO: affidamento ad uno o più gestori di una asset class specifica

tipologia mandato	Gestore		GovWorld ex Emu		Corporate World ex Emu		Corporate World ex Emu		Bond HY		Bond Emu		Equity World ex Emu		Equity Emu		% da gestire	Aum da gestire (M.€)
	A	B	20,0%	10,0%	30,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	20,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%		
Obbligazionario Globale Attivo	A	10,0%	20,0%	10,0%	30,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	20,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	3,3%	72
Obbligazionario Globale Attivo	B	10,0%	20,0%	10,0%	30,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	20,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	3,3%	72
Obbligazionario Globale Attivo	C	10,0%	20,0%	10,0%	30,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	20,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	3,3%	72
Azionario Globale Attivo	D																3,3%	72
Azionario Globale Attivo	E																3,3%	72
Azionario Globale Attivo	F																3,3%	72
Totale %		10%	2,0%	10%	3,0%	10%	10%	10%	10%	2,0%	2,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	3,3%	432
Totale M.€		22	43	22	65	22	43	22	43	130	65	65	65	65	65	65	20,0%	432

approccio compatibile con l'inserimento di un gestore risk overlay per la protezione dalle oscillazioni estreme di breve termine; trattasi di un mandato, implementato tipicamente attraverso strumenti derivati, per la gestione dinamica di rischi specifici (tasso, valuta, azionario...)

i principali punti di forza di un approccio specializzato sono:

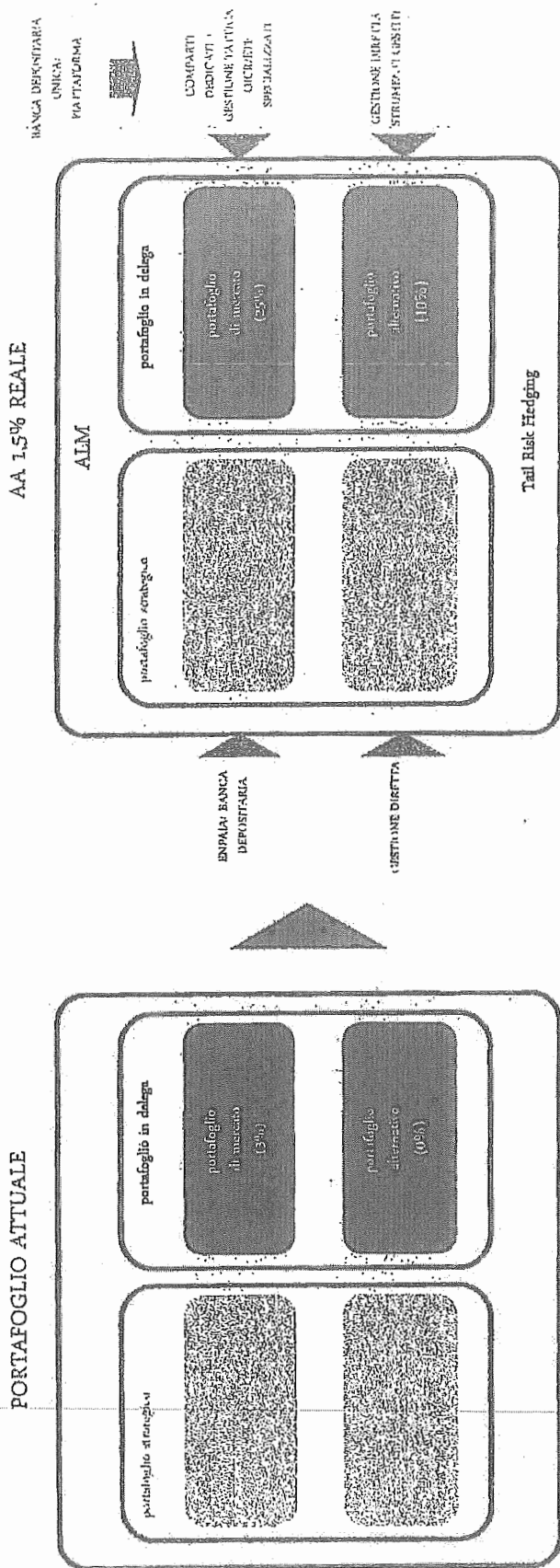
- ✓ opportunità di estrarre alfa (mandato attivo) su specifiche asset class, grazie alle competenze di gestori specializzati, facendo leva sulla selezione dei titoli
- ✓ attraverso la gestione della contribuzione periodica, possibilità di incidere sull'asset allocation tattica

i principali punti di debolezza di tale approccio sono:

- ✓ concentrazione di rischio attivo su singoli gestori
- ✓ potenziale staticità dell'asset allocation, in caso di assenza di gestione dinamica della contribuzione e/o di un gestore risk overlay

architettura di portafoglio

asset allocation | evoluzione del modello (AA 1,5% reale)



tipologia mandato	Gestore		Gov		World ex Emu		Corporate		Equity		Equity		% da gestire	Aum da gestire (M.€)
	A	B	Gov	World	Corporate	World	Corporate	World	Emu	Emu	Emu	Emu		
Obbligazionario Globale Attivo	10,0%	20,0%	10,0%	20,0%	10,0%	20,0%	10,0%	20,0%	30,0%				3,3%	72
Obbligazionario Globale Attivo	10,0%	20,0%	10,0%	20,0%	10,0%	20,0%	10,0%	20,0%	30,0%				3,3%	72
Obbligazionario Globale Attivo	10,0%	20,0%	10,0%	20,0%	10,0%	20,0%	10,0%	20,0%	30,0%				3,3%	72
Azionario Globale Attivo										60,0%	25,0%	15,0%	5,0%	108
Azionario Globale Attivo										60,0%	25,0%	15,0%	5,0%	108
Azionario Globale Attivo										60,0%	25,0%	15,0%	5,0%	108
Totale %	10%	20%	10%	20%	10%	20%	10%	20%	30%	9,0%	4,0%	2,0%	25,0%	540
Totale M.€	22	43	22	43	22	43	22	43	43	130	65	22		

analisi ALM Fondazione ENPAIA - luglio/novembre 2015 - 14

architettura di portafoglio

sicav UCITS | compatibilità col DM Casse

- giuridicamente si configurerebbero come comparti di Sicav (UCITS) di diritto lussemburghese (Vigilanza CSSF) e, quindi, rispetto al «DM Casse», pienamente compatibile con i limiti di investimento previsti all'Art. 9 in quanto:
 - a) le sicav UCITS rientrano nella nozione di OICVM, equiparati dal DM Casse agli strumenti negoziati nei mercati regolamentati, diversamente dalle sicav SIF (equiparati agli strumenti non negoziati regolamentati), per le quali è indicato un limite pari al 50% del totale delle disponibilità complessive dell'Ente (c. 1)
 - b) la sicav UCITS recepisce i limiti di concentrazione massima 5/10% per strumenti emessi da uno stesso soggetto/oggetti appartenenti allo stesso gruppo (c.2) e comunque essa non rientra tra gli strumenti assoggettati a tali vincoli, in quanto OICVM (c.3).
- nel successivo comma 7, viene inoltre specificato che l'investimento in OICR è consentito a condizione che:
 - a) sia adeguatamente motivato in relazione alle proprie caratteristiche dimensionali e a quelle della politica di investimento e risponde a criteri di efficienza, anche sotto il profilo dei costi — è coerente con la scelta di esternalizzare a gestori professionali le classi di attivo meno presidabili direttamente e di implementare un sistema di controllo e risk management delle risorse strutturato, centralizzato ed omogeneo (ivi inclusa la banca depositaria), il cui profilo dei costi è noto ex ante e potrà essere puntualmente monitorato
 - b) la politica di investimento degli OICR sia compatibile con quella dell'Ente — la sicav riflette puntualmente la politica di investimento dell'Ente ivi inclusi gli adeguamenti che si renderanno necessari a seguito delle future modifiche al piano degli impieghi
 - c) l'Ente sia in grado di monitorare il rischio relativo a ciascun OICR al fine di garantire il rispetto dei principi e criteri stabiliti nel Decreto per il portafoglio nel suo complesso — si veda lettera) e in particolare il ruolo della banca depositaria

conclusioni e prossimi passi

conclusioni | sintesi ed evidenze (1/3)

- il target di rendimento netto del patrimonio dell'Ente (Gestione Ordinaria e Speciale) per la sostenibilità nel medio lungo termine, nell'ipotesi di completo utilizzo delle riserve sino ad ora accantonate, si conferma essere non particolarmente elevato (anche in uno scenario di inflazione nulla la redditività reale necessaria è pari al 2% ca.)
- dato il contesto di mercato, nonostante l'utilizzo completo delle riserve, il livello target del 4% non è comunque raggiungibile;
- i livelli target netti diventano invece consistenti se si ipotizza di non intaccare le riserve e da qui, più sfidanti nel breve/medio termine, a causa del sensibile mutamento della condizione di mercato
- il portafoglio della Fondazione ha ben performato nel passato e ne è prova il consistente differenziale tra valorizzazione a mercato e valore di portafoglio alla data di valutazione. Nel breve-medio termine, però, le attese di redditività del mercato obbligazionario, specialmente governativo, registrano un calo che si riflette sul rendimento prospettico del portafoglio dell'Ente. A 30 anni il rendimento nominale composto annuo implicito nell'attuale asset allocation è pari a circa il 2,3%, in netto calo rispetto all'ultimo monitoraggio ALM
- ciò significa che l'attuale asset allocation risulterebbe difficilmente adeguata in termini di redditività a rispondere nel lungo termine alle esigenze dell'Ente, tenendo conto anche di alcuni importanti fenomeni:
 - ✓ una progressiva riduzione del margine a riserva accumulato nel passato
 - ✓ probabilità non trascurabile di non raggiungere il target reddituale (a valori di mercato) nei prossimi anni
 - ✓ un rischio che la prospettiva di redditività sulle classi di attivo (immobiliare e obbligazionario) dove l'Ente è più esposto si restringa ulteriormente

conclusioni e proslimi paesi

conclusioni | sintesi ed evidenze (2/3)

- buona parte dei rischi elencati può essere mitigata dalla modifica dell'attuale portafoglio verso una delle 3 ipotesi testate attraverso l'esercizio di risk budgeting strategico, nel senso di:
 - ✓ una riduzione della componente obbligazionaria governativa dell'area emu, dove si dovrebbero privilegiare piuttosto i titoli legati all'inflazione e avviare una diversificazione in aree diverse da quella euro
 - ✓ una ricerca di redditività che si concretizza in un incremento di classi di attività singolarmente più rischiose (comparto azionario, comparto obbligazionario ad alto rendimento,...), dove anche in questo caso la diversificazione deve giocare un ruolo chiave ed essere accompagnata da un adeguato controllo del rischio
 - ✓ l'inserimento di investimenti «alternativi» quali il private debt, private equity, rendimento assoluto etc.. (ivi incluse iniziative a supporto dell'economia reale) in grado di fornire una redditività relativamente decorrelata dal resto delle poste di attivo
- nel corso dell'ultimo anno l'Ente ha proseguito nella riduzione (inerziale) del peso degli immobili all'interno del patrimonio, con un contestuale incremento delle obbligazioni, prevalentemente governative legate all'inflazione, consentendo di aumentare la correlazione con le passività in coerenza con le indicazioni

ALM

- nonostante le modifiche apportate nell'anno, l'Ente rimane comunque investito principalmente sugli immobili e su titoli a tasso fisso in gestione diretta, sia governativi che societari

conclusioni e prossimi passi

conclusioni | sintesi ed evidenze (3/3)

- in termini settoriali si conferma la forte concentrazione sui governativi italiani e i titoli finanziari. Si sottolinea che la Fondazione presenta un'esposizione «indiretta» aggiuntiva, prevalentemente verso emittenti italiani, assunta mediante l'iscrizione in portafoglio di obbligazioni strutturate CLN (credit linked notes), e, a seguito del fenomeno di downgrading degli ultimi anni, una rilevante componente di obbligazioni non investment grade. Entrambe le componenti vanno monitorate con particolare attenzione
- le analisi di simulazione, che evidenziano nelle tre ipotesi miglioramenti della redditività a costo di graduali aumenti della volatilità del portafoglio, mostrano un effettivo efficientamento dell'asset allocation, in termini di riduzione del rischio di verificarsi dei casi peggiori (miglioramento delle code della distribuzione), pur evidenziando rischi di breve termine differenti
- è inoltre importante quindi che l'Ente valuti a quale modello di portafoglio convergere, con particolare riferimento a:
 - ✓ l'iscrizione in portafoglio di una componente più rilevante di investimenti affidati a gestori professionali appositamente selezionati
 - ✓ la selezione di una piattaforma d'investimento attraverso la quale creare comparti dedicati alla Fondazione, in alternativa all'individuazione di una banca depositaria unica, come soluzione più efficiente anche in termini di presidi di rischio connessi, data la forte attenzione dei vigilanti in materia

conclusioni e prossimi passi

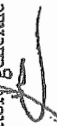
prossimi passi

■ date le risultanze dell'analisi i prossimi passi saranno i seguenti:

- scelta dell'asset allocation target, valutando sia i profili di lungo termine che i rischi di breve periodo, nel quadro espresso dalla vigente delibera sui criteri e limiti agli investimenti
- condivisione del modello di portafoglio a cui tendere, con gradualità, definendo le modalità di copertura delle classi di attivo (titoli, OICR, comparti dedicati, mandati di gestione), in particolare relativamente alla componente gestita
- strutturazione del servizio finanziario
- definizione delle caratteristiche dei comparti dedicati da creare e dell'approccio
- avvio del processo di creazione dei comparti dedicati
- avvio del processo di selezione dei gestori
- avvio del graduale processo di convergenza verso l'asset allocation e il modello di portafoglio individuati, che dovrà tenere conto delle tempistiche previste per l'implementazione dei comparti dedicati

■ L'advisor accompagnerà l'Enpaia in tale cruciale percorso di innovazione, mettendo a disposizione le proprie competenze e le esperienze maturate nell'affiancamento degli Investitori Previdenziali clienti

Il Direttore generale



analisi ALM Fondazione ENPAIA - aggiornamento 2015 19

€ 4,00



17STC0016090