



Consulenti del Lavoro  
▼ Ente Nazionale  
Previdenza Assistenza



2010

Roma, 10 marzo 2010

Ai Delegati ENPACL

e p.c. Al Presidente del CNO  
Al Segretario Generale Nazionale ANCL  
Ai Presidenti dei CC.PP.  
Alle Unioni Provinciali ANCL

Care Colleghe e Cari Colleghi,

sento la necessità e il dovere di inviarVi un messaggio che dia certezze e serenità a tutta la Categoria, riguardo la stabilità del nostro Ente di previdenza e la solidità del patrimonio amministrato, bene comune posto a garanzia del presente e del futuro pensionistico dei Consulenti del Lavoro.

Il mio intento è quello di sgomberare il campo da ogni forma di strumentalizzazione, in questi ultimi tempi condotta da 'interessate' affermazioni di "esperti della finanza" e di giornalisti "prevenuti".

Ogni valutazione che voglia essere obiettiva non può non partire dall'oggettivo quadro macroeconomico di riferimento. Per definire ciò che è accaduto negli ultimi due anni nel campo dell'economia e della finanza mondiali, vorrei rifarmi ad una recente affermazione del prof. Joseph E. Stiglitz, Premio Nobel per l'economia: "La cosa migliore che si può dire del 2009 è che avrebbe potuto essere peggiore, che siamo riusciti a tirarci indietro dall'orlo del baratro sul quale sembravamo sospesi alla fine del 2008". Per la prima volta nella storia si è invertita una cultura che ci aveva insegnato a pensare che i Governi trasferiscono denaro dai ricchi ai poveri. Nel 2009, al contrario, sono stati i poveri e la classe media a trasferire denaro ai ricchi: hanno infatti pagato centinaia di miliardi di dollari per salvare le banche.

Dopo anni di crescita sostenuta, lo scenario economico ha subito una significativa svolta portando le principali economie ad una profonda recessione, la più significativa degli ultimi decenni, interrottasi solo nella seconda metà del 2009, a seguito dell'attivazione, di intensità senza precedenti, delle leve della politica economica.

La caduta delle quotazioni di borsa è stata compresa tra il 50% e il 60% sui mercati dei Paesi industrializzati; su quelli dei Paesi emergenti si sono osservati crolli anche più intensi, soprattutto nelle aree percepite maggiormente rischiose dal punto di vista economico e finanziario come l'est dell'Europa.

A partire dalla fine del 2008 si sono poi evidenziati i riflessi della crisi economica sull'economia reale.

Dopo un sensibile calo dei ritmi di crescita delle economie dei Paesi industrializzati, a partire dalla metà del 2009 sembra essersi interrotta la fase di recessione delle principali economie, dando avvio ad un sentiero di lenta ripresa congiunturale. Nell'ultimo trimestre del 2009, se si esclude la Spagna, tutte le principali economie industrializzate presentano una variazione positiva nella crescita economica trimestrale. Ciò ha attenuato la contrazione del PIL per l'intero anno 2009 che comunque resta pesante, soprattutto nei Paesi industrializzati. Ciò nonostante, la ripresa resta complessivamente fragile e presumibilmente saranno ancora necessarie misure discrezionali di sostegno alla crescita. L'inflazione, dopo una fase di progressiva riduzione culminata tra gli ultimi mesi del 2008 ed inizio 2009, ha raggiunto la soglia del 3% tra la fine del 2009 e gli inizi del 2010.

ENPACL News

Al di là degli aspetti congiunturali, le prospettive economiche restano caratterizzate da una relativa fragilità. Il mercato del lavoro resta debole, la formazione di reddito disponibile appare quindi ancora moderata.

Sul versante borsistico, i mercati azionari, dopo le pesanti perdite registrate nel 2008, hanno recuperato da marzo 2009 circa il 40% delle perdite di valore accumulate fino a quella data, riportando i mercati su valori più equilibrati ed in linea con gli indicatori fondamentali. E' ipotizzabile che, pur in presenza di prospettive mediamente ancora positive sulle quotazioni azionarie, queste resteranno comunque caratterizzate da elevata volatilità.

Nel difficile contesto di mercato appena descritto, la nostra Cassa ha attuato un piano molto prudente e mirato di investimenti. Proprio questo, unitamente ad una ripresa generalizzata dei mercati, a partire dalla primavera 2009 ha permesso un recupero importante di redditività.

I nuovi investimenti effettuati a partire dal 2008 denotano la volontà di incrementare l'esposizione e la diversificazione al settore immobiliare e delle infrastrutture, attraverso la sottoscrizione di quote del fondo specializzato in infrastrutture F2I, del fondo Optimum Real Estate, specializzato nel mercato immobiliare tedesco e più specificamente berlinese, del fondo comune di investimento immobiliare chiuso riservato ad investitori qualificati "FIP - Fondo Immobili Pubblici", promosso dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. Inoltre si è puntato sull'energia alternativa (fotovoltaico), garantita nella produzione e protetta da leggi e incentivi statali. Questa strategia, coerente con la necessità di incrementare gli asset reali del portafoglio, siamo convinti possa produrre buoni risultati nel medio-lungo periodo.

Riguardo il portafoglio obbligazionario, si è verificata una situazione di sostanziale tenuta nel corso del biennio: la parte investita in fondi o attraverso gestioni patrimoniali è in netta ripresa dopo un periodo (fine 2007 - inizio 2009) difficile per la gravità della crisi finanziaria.

Dinanzi ad una situazione mondiale di questa natura, la nostra Cassa non è rimasta ad attendere lo sviluppo della situazione economica e finanziaria ed ha accelerato il processo di generale razionalizzazione del patrimonio, concretizzando l'avvio di alcuni filoni progettuali strategici.

La consapevolezza degli effetti di medio-lungo periodo della peggiore crisi finanziaria della storia moderna, ha dato origine ad una profonda ed internazionale riflessione sulla modalità con la quale impostare l'asset allocation strategica, in termini metodologici e di ipotesi sottostanti. La concomitanza del manifestarsi della crisi finanziaria e della riforma del sistema previdenziale di cui l'ENPACL si è dotato, ha posto le basi per una importante modifica del paradigma metodologico ed operativo nella gestione del patrimonio, nel senso di orientare probabilisticamente la composizione dell'attivo alla copertura delle passività prospettiche e non più ad una generica rivalutazione annua a tassi di mercato.

Si tratta dell'approccio noto come Asset & Liability Management, largamente utilizzato a livello internazionale nelle forme di previdenza obbligatorie e a prestazione definita, nonché - anche in Italia - da banche e compagnie di assicurazione.

L'Asset & Liability Management è, in sintesi, una metodologia finalizzata a strutturare l'asset allocation di un investitore con l'obiettivo di accrescerne il patrimonio nel lungo periodo, dotandosi di una copertura probabilistica degli impegni futuri grazie ad una gestione integrata del bilancio e delle varie tipologie di rischio cui è soggetto (finanziario, socio demografico, etc.).

Il modello Asset & Liability Management non si sostituisce al bilancio tecnico, che resta lo strumento di misura della sostenibilità di lungo periodo, attraverso adeguate proiezioni deterministiche. Affianca il bilancio tecnico, integrandolo grazie alla possibilità di valutare, in chiave stocastica, l'effetto di asset allocation alternative in termini di capacità di copertura e di conseguenza di allungamento del periodo di stabilità finanziaria.

Il nostro Ente, dopo averne valutato la congruenza ed al fine di mettere in sicurezza il patrimonio nel lungo periodo a vantaggio delle future generazioni di Consulenti del Lavoro, ha deciso di introdurre gradualmente tale metodologia per l'elaborazione del proprio piano di investimenti.

Il rendimento target del nostro patrimonio non dovrà essere ricercato nelle teorie finanziarie sulla gestione del portafoglio, bensì negli impegni che l'ENPACL ha nei confronti dei propri iscritti, attuali e futuri. Se è chiaro che tali impegni sono riassumibili nella sostenibilità delle prestazioni da erogare, ecco che diventa chiaro come il paradigma della teoria del portafoglio debba spostarsi dal benchmark di mercato al 'benchmark di bilancio', rappresentato dalla copertura probabilistica delle passività prospettiche.

Tramite l'analisi di Asset & Liability Management è stato già possibile quantificare la distribuzione attesa dei flussi passivi, identificandone le quote certe e quelle in funzione dell'inflazione futura. Ciò ha potuto dimostrare come l'attivo della nostra Cassa, così come ogni altro Ente di previdenza a prestazione definita, evidenzia un'elevata esigenza di titoli indicizzati all'inflazione e, più generalmente, di asset reali. Il nuovo paradigma di ottimizzazione, che ha portato alla definizione di una allocazione strategica ottimale nel medio-lungo termine, è stato costruito partendo da questi assunti e sulla base delle attuali caratteristiche patrimoniali della Cassa.

L'approccio Asset & Liability Management implica inoltre il ricorso alla specializzazione dei gestori su determinate asset class rispetto alle quali è credibile poter estrarre valore aggiunto, mantenendo una gestione diretta di asset class a basso valore aggiunto e facilmente monitorabili quali l'obbligazionario domestico, anche legato all'inflazione, e la tesoreria.

Questi valori rappresentano il primo passo del percorso di convergenza all'asset allocation in ottica Asset & Liability Management, che è atteso concludersi nel 2011 con l'entrata a regime di tale sistema. Per poter raggiungere tale traguardo, abbiamo recentemente avviato un progetto di reingegnerizzazione del portafoglio gestito che prevede la costituzione di un veicolo di investimento dedicato, cui conferire le risorse attualmente in gestione, a partire da quelle investite attraverso gestioni patrimoniali. Il progetto è stato avviato e dovrebbe concretizzarsi entro l'estate 2010: in particolare, l'ipotesi di lavoro prevede la costituzione ex novo di un veicolo d'investimento che dovrà essere armonizzato e domiciliato in un Paese dell'Unione Europea. L'iniziativa risponde da una lato ad un'esigenza di razionalizzazione del portafoglio e delle società che attualmente gestiscono il patrimonio della nostra Cassa, dall'altro permette di efficientare il modello operativo, rendendo più trasparente il processo di selezione dei gestori delegati e più semplice il controllo del loro operato.

Gli sforzi che il nostro Consiglio di Amministrazione sta compiendo affinché il patrimonio della Cassa sia preservato e valorizzato, non possono minimamente essere offuscati dalla disinformazione di questi ultimi tempi. Proverò a fare chiarezza sulle operazioni finanziarie che sono state e sono oggetto di una attenzione eccessiva e sospetta.

La redditività del portafoglio gestito nel 2009 è stata positiva (+15%) ed ampiamente superiore a quella di riferimento (+12,8%), segnando una overperformance positiva. I buoni risultati del 2009 hanno consentito di recuperare le perdite del 2008, senza ricorrere a forme di restrizione, dimostrando complessivamente la qualità del portafoglio.

Riguardo l'obbligazione Anthracite Rated Investment, per un valore di 28 milioni di euro, l'obbligo di rimborso del capitale a scadenza da parte di Lehman Brothers era "collateralizzato", ovvero garantito, da un paniere di fondi hedge e liquidità. L'emittente dell'obbligazione non era infatti la banca d'affari americana ma una società cosiddetta "bankruptcy remote", ovvero non suscettibile di fallimento, che deteneva il paniere di fondi hedge e la liquidità. Lehman Brothers era un soggetto terzo che, a fronte del percepimento di una commissione periodica, si impegnavano nei confronti dell'emittente, in caso di insufficienza del paniere di fondi, a rimborsare il capitale a scadenza, a integrarne il valore. All'epoca dell'investimento da parte dell'Ente, i rischi connessi al titolo erano stati oggetto di un'attenta disamina e questa era stata una delle considerazioni che aveva fatto propendere l'Ente per la sottoscrizione di questo titolo rispetto, ad esempio, alla sottoscrizione di obbligazioni emesse direttamente da Lehman Brothers o da altri soggetti bancari (nonostante all'epoca Lehman Brothers avesse un rating pari ad A+, in linea quindi con quello di primarie istituzioni finanziarie italiane e internazionali). Questa scelta è risultata in linea con i criteri di prudenza che informano la politica di investimento dell'Ente. L'ENPACL si trova infatti oggi in una posizione del tutto diversa rispetto agli investitori che abbiano sottoscritto titoli non strutturati (quali normali obbligazioni a tasso fisso o variabile) emessi da Lehman Brothers. In relazione alla obbligazione Anthracite, l'Ente non ha infatti alcun credito nei confronti di Lehman Brothers: risolti i rapporti tra l'emittente e la banca d'affari, sospeso il pagamento della commissione periodica a Lehman Brothers, l'Ente potrà procedere alla ristrutturazione del titolo ripristinando la garanzia del capitale. Come era prevedibile, nonostante il coinvolgimento di studi legali specializzati, la risoluzione dei rapporti tra l'emittente e Lehman Brothers ha richiesto diversi mesi, dovendo rispettare i tempi delle complesse procedure di liquidazione a cui sono sottoposte le società del Gruppo Lehman Brothers in vari paesi. Solo recentemente la controparte dell'emittente in questa particolare operazione, sottoposta essa pure a liquidazione coatta, è stata in condizione di chiudere i rapporti con Anthracite Rated Investment, e l'Ente è stato tra le primissime controparti a procedere in tal senso. Inoltre la ristrutturazione prevederà il riscatto dei fondi hedge (con ogni probabilità gli attivi a garanzia della nuova nota comprenderanno un BTP della Repubblica Italiana), riscatto che in questa particolare congiuntura di mercato richiede dei tempi tecnici. Ad ogni buon conto, riteniamo di essere in una fase molto avanzata del processo e prevediamo che la ristrutturazione possa essere completata nei prossimi due o tre mesi.

Per ciò che attiene le note emesse da Saphir Finance, per un valore complessivo di 25 milioni di euro, l'azione intrapresa dall'ENPACL ha come obiettivo la consegna o la liquidazione, e il conseguente pagamento in contanti, del titolo fisico posto a collaterale delle due note, ovvero l'obbligazione emessa dalla società General Electric (AAA/Aaa), oltre ad una quota residuale di titoli governativi tedeschi. Per questi due titoli, sin dalla sottoscrizione il nostro Ente aveva chiesto l'attribuzione di un rating esplicito e quindi risulta soggetto prioritario (a parere dei legali, della Corte Inglese e peraltro anche della procedura fallimentare Lehman Brothers europea) rispetto alla swap counterparty (defaulting party in questo caso) nel waterfall dei pagamenti derivanti dalla liquidazione del collaterale. Per raggiungere questo risultato, abbiamo chiuso e regolato tutti i contratti relativi alla nota ancora non terminati dal fallimento delle entità ex-Lehman Brothers; abbiamo sottoscritto la lettera di manleva (indemnity) con il Trustee e con la società veicolo; abbiamo realizzato tutte le attività necessarie alla terminazione della nota ed al ricevimento del collaterale (in cash o in kind). Con il rilascio del collaterale verranno liquidate anche le cedole maturate dal fallimento della Lehman Brothers. A seguito della completa liquidazione del collaterale si potrà provvedere a selezionare nuovi investimenti, ovvero continuare a detenere i titoli della società General Electric.

Solo nel caso delle obbligazioni emesse direttamente dalla Lehman Brothers, pari a 5 milioni di euro, la perdita per l'Ente può essere ritenuta di carattere durevole, come peraltro correttamente abbiamo indicato nel Bilancio di esercizio 2008. Si è pertanto proceduto ad un accantonamento al fondo del 70% del valore di queste obbligazioni, al fine di adeguarne il costo al presumibile valore di realizzo alla fine della procedura

fallimentare. Tuttavia, preme evidenziare come già dal primo quadrimestre del 2009 sia emersa la possibilità di ristrutturare tali titoli in "asset exchange" con una nuova nota di nozionale pari al titolo originario, oltre a nuova liquidità, che assicuri una redditività complessiva in linea con i parametri attuariali, con rischio governativo. Al riguardo, assieme ai nostri advisor stiamo attentamente monitorando il mercato per sfruttare la migliore opportunità.

E' bene infine chiarire che il Bilancio di previsione 2010 dell'Ente non fa cenno alle suddette ristrutturazioni, poiché si ritiene che non rinvengano effetti nel corso dell'esercizio.

Così stanno le cose, al momento. Già affermate con apposite relazioni scritte e discusse in sedi ufficiali come la Commissione bicamerale di controllo degli enti gestori, nel corso delle audizioni del 7 ottobre 2009 e 17 febbraio 2010.

Eppure, buon ultimo l'articolo apparso nell'inserito PLUS del quotidiano economico Il Sole 24 Ore di sabato 27 febbraio dice cose diverse. Non meriterebbe di essere commentato se non ricordando che l'ENPACL, nella persona del nostro Direttore Generale, su richiesta dello stesso quotidiano, aveva formalmente risposto già il 25 febbraio alle questioni oggetto dell'articolo ma, stranamente, i giornalisti non hanno ritenuto di tenere conto della versione ufficiale dell'Ente.

E allora occorre anche in questo caso fare chiarezza e precisare che l'ENPACL non aveva alcun rapporto pregresso con la banca JPMorgan. Quest'ultima è stata selezionata per assistere l'Ente nello scioglimento delle Notes ad esito di un processo di selezione al quale sono state chiamate a partecipare, oltre a JPMorgan, quattro tra le più importanti istituzioni finanziarie al mondo, vale a dire HSBC, Credit Suisse, BNP Paribas e Société Générale. Gli attivi (liquidità e fondi) che costituiscono il sottostante di Anthracite Rated Investment con scadenza 2019 non sono (né sono mai stati) sotto il controllo di JPMorgan. Tali attivi sono ancora detenuti in conti intestati alla società veicolo Anthracite Balanced Company R-25, interamente posseduta dalla società emittente delle Notes. Il nostro Ente non ha alcuna intenzione di citare in giudizio JPMorgan, come capziosamente riportato dal quotidiano. Occorre essere consapevoli che i tempi per lo scioglimento delle Notes non dipendono né dall'ENPACL né da JPMorgan, ma sono dettati dalle complesse procedure di insolvenza alle quali sono soggette le varie società del Gruppo Lehman Brothers coinvolte.

Le 'tempeste' che in questo ultimo periodo si sono abbattute per volontà politica sull'ENPACL non fanno il bene della Categoria. Come altre volte, verranno disperse, perché frutto di fattori 'emotivi' più che di motivi reali. L'incontro voluto dall'ANCL per un confronto con i rappresentanti del Consiglio Nazionale dell'Ordine e dell'ENPACL, tenutosi a Roma lo scorso 11 febbraio, rappresenta un primo importante tassello per recuperare il clima di concordia. Siamo impegnati a fare in modo che altri momenti di proficuo confronto si susseguano. E' inutile e improduttivo prestare ascolto ai così definibili 'vati' della destabilizzazione della democrazia nella Categoria, attenti solo a disapprovare l'operato di chi con onestà, abnegazione e amore per la professione, quotidianamente lavora, unitamente al Consiglio di Amministrazione, per un Ente che garantisca la previdenza e l'assistenza ai Consulenti di oggi e di domani.

Sin dal primo giorno da amministratore dell'ENPACL ho assunto il solenne impegno nei confronti di tutti i Colleghi di agire per il bene comune, da buon padre di famiglia. Così è stato, così è, così sarà.

Il Presidente

