

ENPACL

Ente di Previdenza e Assistenza per i Consulenti del Lavoro

Criteri di individuazione e ripartizione dei rischi nella scelta degli investimenti

Bilancio di previsione per l'anno 2016

Novembre 2015

Lo scenario economico internazionale si presenta relativamente più complesso rispetto ai trimestri precedenti. Se da un lato infatti registriamo una ripresa dell'attività economica nei paesi industrializzati, le aree emergenti evidenziano invece una fase di rallentamento i cui riflessi potranno essere più o meno incisivi sul processo tanto atteso di maggiore stabilizzazione economica mondiale.

L'evoluzione recente delle vicende cinesi ha avuto un impatto molto significativo sui mercati finanziari e potrebbe avere un'influenza sull'economia internazionale nei prossimi trimestri.

Peraltro si conferma la caduta del commercio internazionale non solo per il deterioramento della domanda cinese ma anche per l'arretramento della domanda di altri paesi emergenti.

La dinamica congiunturale delle economie avanzate presenta invece andamenti che confermano la fase di ripresa sia pur con dinamiche non sempre in linea con le aspettative. Negli Stati Uniti il Pil è cresciuto nel secondo trimestre dello 0,9% sul trimestre precedente con un buon contributo dei consumi. L'inflazione resta contenuta e al di sotto dell'obiettivo della Fed; ciò dovrebbe comportare una ripresa della restrizione monetaria comunque lenta.

Per l'area Uem la crescita del secondo trimestre è stata dello 0,3%, in lenta decelerazione rispetto al primo trimestre; in questo caso la domanda interna è risultata moderata e si registra ancora una elevata frammentazione tra i diversi paesi.

In Italia il Pil è stato rivisto al rialzo nelle ultime rilevazioni Istat (0,4%) grazie al contributo della domanda interna e alla buona tenuta delle esportazioni; è evidente tuttavia che il rallentamento del commercio internazionale potrebbe comunque condizionare la dinamica dei prossimi trimestri anche per l'economia italiana.

In prospettiva, stante il minore contributo dei paesi emergenti alla crescita economica mondiale, già assimilato in molte previsioni di consenso dei mesi precedenti, i riflessi dell'economia cinese potrebbero amplificare tale prerogativa.

Le maggiori criticità dell'economia cinese si erano già evidenziate nei mesi passati attraverso una serie di dati che manifestavano una relativa debolezza ancorché non riflessa nei dati più generali del Pil. La decelerazione di produzione e investimenti fissi lordi associata a quella sulle esportazioni in luglio hanno indotto una diffusa aspettativa di rallentamento dell'economia; la decisione delle autorità di deprezzare lo Yuan ha amplificato i timori di una dinamica della domanda interna ancora più debole di quanto non evidente nei dati. I riflessi sono stati un forte deprezzamento delle borse mondiali ed un generalizzato nervosismo sui mercati finanziari e valutari con un deprezzamento di diverse valute dei paesi emergenti verso il dollaro che si è invece a sua volta deprezzato con l'euro.

I movimenti che si sono registrati sui mercati finanziari sono stati quelli tipici di una situazione di relativa sorpresa (soprattutto il deprezzamento dello Yuan, valuta cinese) in un contesto dove invece il comportamento degli operatori finanziari è sempre più dettato da aspettative di ampio consenso che la velocità di diffusione di analisi e informazioni genera. Occorre peraltro aggiungere che una parte più o meno rilevante dei movimenti avvenuti soprattutto sui mercati finanziari è stata alimentata da mercati notoriamente meno liquidi nei mesi estivi, da quotazioni

relativamente elevate, visti gli andamenti dei mesi precedenti e, in aggiunta a questi, da vendite forzate dei fondi con stile di gestione quantitativi, dopo lo shock repentino sugli indici di volatilità.

Ciò, se da un lato giustifica il successivo parziale rientro delle tensioni, lascia comunque un quadro di incertezza che potrà ancora condizionare la dinamica dei mercati nei prossimi mesi.

Sui mercati obbligazionari, dopo l'accordo tecnico sul protocollo di intesa (MoU) per il programma di salvataggio della Grecia, i rendimenti dei titoli di Stato sono nuovamente diminuiti. In generale la situazione dei tassi resta condizionata dalle aspettative di politica monetaria che restano comunque orientate verso atteggiamenti relativamente accomodanti delle banche centrali. Negli Stati Uniti i mercati sembrano ormai aver assimilato la previsione di un rialzo entro la fine dell'anno; l'evoluzione della restrizione monetaria statunitense dovrebbe essere comunque graduale come lasciato intendere anche dai messaggi inviati da tutti i membri del Fomc, non tale quindi da modificare in modo radicale il quadro sui rendimenti a lungo termine americani.

Nell'area Uem invece è atteso un ulteriore allargamento del QE in funzione del permanere di tassi di inflazione moderati, e della necessità comunque di non generare ulteriori stress sui mercati finanziari che potrebbero riflettersi sul clima di fiducia e sul processo appena iniziato di ripresa della domanda interna.

La situazione inerente i prezzi delle materie prime dovrebbe comunque mantenere bassa l'inflazione e aumentare le possibilità di consumo anche se la crescita economica appare comunque condizionata dalla domanda mondiale, destinata comunque a riflettersi sulle esportazioni europee.

I mercati azionari hanno perso in media nel mese di agosto il 7%, dopo il parziale recupero dell'ultima settimana. Da inizio anno l'indice azionario globale registra un rendimento leggermente negativo ma con andamenti molto diversi all'interno delle singole aree. Mentre negli Stati Uniti i timori di un inasprimento della politica monetaria hanno limitato la crescita nel primo semestre dell'anno rendendo negativo fino a questo momento dopo lo scivolone di agosto, nell'area Uem si è manifestata la situazione opposta coerentemente con gli orientamenti diversi di politica monetaria.

Le prospettive dei mercati si presentano relativamente più incerte rispetto ai mesi passati. La conseguenza sarà che, sia pure rientrata rispetto ai livelli dei mesi estivi, la volatilità dei rendimenti e delle quotazioni azionarie permarrà a lungo sopra la norma. In linea di massima, nel medio periodo le aspettative dei mercati azionari restano positive ma inevitabilmente, dopo la lunga luna di miele conseguente all'attuazione delle politiche monetarie non convenzionali, le dinamiche dei mercati saranno maggiormente legate agli andamenti e alle aspettative sulle economie reali.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, le quotazioni, comunque ancora elevate, dei titoli decennali lasciano aperto lo spazio verso possibili oscillazioni dei loro prezzi anche frequenti, inducendo fluttuazioni di origine finanziaria anche sul mercato dei cambi.

In tale contesto le previsioni di redditività del portafoglio andranno opportunamente calibrate con una certa cautela, prevedendo comunque un contributo importante della gestione attiva,

necessaria ad affrontare la maggiore variabilità delle quotazioni.

2**LINEE GUIDA NELLA GESTIONE DEL PATRIMONIO DELL'ENPACL**

E' ormai divenuta prassi consolidata per l'Enpacl, in linea con quanto previsto dalla normativa vigente, l'impostazione delle proprie politiche di impiego delle risorse attraverso l'adozione della metodologia ALM, sviluppata con il supporto di Prometeia Advisor.

L'aggiornamento dell'analisi ALM, finalizzato alla revisione dell'Asset Allocation Strategica (AAS) di medio / lungo termine, tiene conto del Bilancio tecnico al 31/12/2013 elaborato rispetto al vigente Regolamento di Previdenza e Assistenza (in attesa dell'approvazione da parte dei Ministeri Vigilanti).

Tale nuovo Bilancio Tecnico (redatto nel marzo 2015) tiene conto di livelli economici di partenza della collettività di riferimento e di prospettive di crescita, sia in termini di numero iscritti che di tasso di crescita dei redditi della categoria, ridimensionati rispetto alla precedente versione.

In termini di target di rendimento di equilibrio dell'Ente, vengono pienamente confermati i risultati post riforma: rendimento reale in ulteriore riduzione (pari a 4,4%) che si allineerà gradualmente a quello ALM man mano che verranno meno le prestazioni retributive.

Il processo di ottimizzazione è stato sviluppato in logica di gradualità, in attesa dell'approvazione del nuovo Regolamento da parte dei Ministeri vigilanti; la proposta di asset allocation per il 2016 mantiene continuità relativamente all'obiettivo di rendimento reale di lungo periodo che il patrimonio dovrà realizzare, indicato a seguito dell'aggiornamento ALM dello scorso anno (2,1% reale); si segnala tuttavia la necessità di assumere maggiori rischi prospettici sull'attivo (volatilità pari a 5,0%) in ragione delle mutate condizioni di mercato (nello specifico, rendimenti obbligazionari molto compressi e volatilità attesa in rialzo) ma anche delle nuove evidenze di natura attuariale.

Nonostante la maggiore volatilità del portafoglio, in termini di rischi di ALM l'asset allocation proposta ha un profilo più efficiente, come testimoniato dallo shortfall risk (livello di funding ratio atteso nel 5% dei casi peggiori), che a 50 anni evidenzia un livello di funding ratio superiore a quello dell'asset allocation attuale (45% vs 34%) nonché da una probabilità superiore di realizzare la piena capitalizzazione su tale orizzonte temporale (26% vs. 12% dell'allocation attuale).

Al fine di mitigare l'impatto di tale incertezza, l'Enpacl prosegue nel processo di diversificazione dei propri investimenti, sia per classi di attività e fattori di rischio associati che tra investimenti volti a generare il rendimento reale target dell'ALM con la minore discontinuità possibile e quelli meno correlati con l'evoluzione del passivo, ma potenzialmente in grado di generare, nel medio termine, un rendimento reale superiore a quello target dell'ALM.

Va inoltre ricordato come l'effetto delle varie forme di diversificazione è continuativamente valutato nel sistema di controllo del rischio, assoluto e relativo all'evoluzione dei mercati finanziari, che Enpacl ha costruito a supporto del proprio processo di investimento.

Tale processo dovrà tener sempre più conto delle modalità di investimento adottate dall'Ente, le quali hanno visto negli ultimi anni un marcato incremento dell'utilizzo di strumenti gestiti. In

ragione di ciò, la modalità di rappresentazione proposta, in continuità allo scorso anno, tiene in debita considerazione le classi di investimento e il loro contributo in termini di diversificazione, dando una rappresentazione puntuale delle aree in cui il patrimonio è investito.

Il risultato del processo di ottimizzazione, che potrà essere ottenuto sia con l'impiego dei nuovi flussi di cassa che ottimizzando il portafoglio esistente, e che andrà verificato ed eventualmente rivisto in base al nuovo Regolamento di Previdenza e Assistenza, è riepilogato nella tabella qui sotto riportata:

asset class	attuale 30/09/15		preventivo 2016
	Mln€	%	%
immobiliare	196,02	24,0%	23,0%
liquidità e strumenti monetari	10,136	12,4%	4,0%
obbligazioni governative	116,73	14,3%	10,0%
obbligazioni gov. Inflation linked	85,25	10,5%	14,8%
obbligazioni corporate	55,86	6,8%	7,8%
azioni	81,59	10,0%	14,5%
alternativi	178,86	21,9%	26,0%
Totale patrimonio	815,67	100,0%	100,0%

Nota: l'asset allocation non considera le obbligazioni fondiarie, rappresentando un investimento connesso alle finalità istituzionali dell'Ente. Tali strumenti, unitamente ai crediti vs iscritti, vengono considerati nell'analisi integrata attivo – passivo e stima del funding ratio.

Come in ogni esercizio probabilistico, i pesi ottimali devono essere considerati valori centrali di intervalli di confidenza, per tenere conto dell'evoluzione dei prezzi di mercato e consentire un'operatività adeguata alle funzioni preposte dell'Ente. Nel caso dell'Enpacl, per l'esercizio 2016 tali intervalli di confidenza assumono le seguenti ampiezze:

- ✓ Immobili: - 3% ; +2%
- ✓ Liquidità e Obbligazioni: -3% ; +4%
- ✓ Azioni e Alternativi: -3% ; +2%

Per quanto concerne l'esercizio 2016, si stima che l'asset allocation sopra riportata produca i seguenti risultati in termini di rendimento del Bilancio di Esercizio (indicatore da confrontare con il target indicato nel Bilancio Tecnico):

- ✓ circa l'80% di probabilità di un rendimento almeno pari all'inflazione attesa (stimata allo

1,1% per il 2016);

- ✓ circa l'84% di probabilità di un rendimento almeno pari alla media mobile quinquennale del PIL nominale italiano (parametro di riferimento della previdenza di primo pilastro nel nostro Paese, stimata pari a 0,4% per il prossimo anno);
- ✓ circa il 71% di probabilità di un rendimento almeno pari al 2,5% (target fino al 2020 del Bilancio Tecnico dell'Ente, con ipotesi di inflazione stabilmente pari al 2,0%).

Nel seguito un sintetico commento all'allocazione sulle diverse macro classi di attività.

Investimenti immobiliari diretti

L'Enpacl investe già una quota importante del proprio patrimonio nel mercato immobiliare (circa il 24%), attraverso investimenti diretti, interamente domestici.

Nella logica del conseguimento di una redditività reale il mercato immobiliare, grazie ad una verificata correlazione con l'inflazione nel medio termine, è sicuramente una classe di attività strategica che dovrà essere sempre presente nel patrimonio dell'Ente, seppur sia opportuno avviare un percorso di graduale riduzione dell'esposizione e nel contempo di ottimizzazione del profilo di redditività della componente.

Nell'ottica di ottimizzazione del profilo di redditività della componente, l'Ente ha avviato dallo scorso anno un importante processo di evoluzione del modello gestionale, prima attraverso il processo di fusione per incorporazione di Rosalca Srl in Enpacl e poi di creazione del Fondo Immobiliare dedicato "Bernini", gestito da Sorgente SpA, in corso di realizzazione.

Questo ultimo passaggio rappresenta senza dubbio un efficientamento sia in termini gestionali che di redditività, migliorando il profilo dei proventi al netto di costi e fiscalità, che penalizzavano eccessivamente la redditività da locazione.

La graduale riduzione della classe immobiliare è essenzialmente ottenuta per "effetto inerziale", all'aumentare del patrimonio complessivo.

Investimenti in Liquidità e Strumenti Monetari

La liquidità, asset class fisiologica per far fronte alle esigenze di pagamento di breve termine e di impegni con tempistiche scarsamente prevedibili (richiami fondi chiusi), è un asset class residuale poiché l'obiettivo è da sempre quello di mantenere le giacenze sul conto corrente in misura contenuta a favore di investimenti che diano maggiore redditività.

Considerando le attuali condizioni di mercato dei tassi monetari, quindi, si può senza dubbio affermare che le risorse dovranno essere allocate mantenendo una riserva di tesoreria fisiologica ma estremamente contenuta.

La dinamica attesa dell'euribor a 3 mesi, desumibile dai futures quotati, è stata rivista ulteriormente al ribasso anche perché i mercati si attendono maggiori interventi espansivi della Bce, e per un periodo più prolungato. Le previsioni fanno intravedere tassi monetari in territorio negativo fin quasi tutto il 2016; livello compreso anche per effetto della proiezione dell'eccesso

di liquidità, basata sull'impatto di QE sul bilancio della Bce. Ciò determina un basso costo/opportunità per l'Enpacl nel proseguire il proprio processo di diversificazione dei fattori di rischio presenti in portafoglio ed incrementare la duration reale del portafoglio obbligazionario, principale obiettivo da raggiungere in ottica ALM.

Al fine di ottimizzare ulteriormente la gestione della liquidità, oltre al conto corrente e alle operazioni di pronti contro termine / time deposit è previsto anche il possibile impiego di altre forme di investimento messe a disposizione da intermediari bancari o assicurativi (ad esempio le polizze di capitalizzazione). Relativamente a tali investimenti, si raccomanda attenzione al rischio di controparte e una gestione in base al principio della selettività e della diversificazione.

Investimenti in Obbligazioni

La marcata riduzione dei rendimenti obbligazionari registratasi negli ultimi anni, mette in luce la necessità di politiche accorte di gestione del rischio di tasso e conferma come il rischio di credito appaia al momento l'elemento principale dal quale estrarre valore, da gestire attraverso un'attenta e adeguata diversificazione degli emittenti per tipologia, settore, area geografica, ecc... Di conseguenza l'Ente, nella graduale costruzione del portafoglio obbligazionario a copertura degli impegni futuri, dovrà cercare la massima diversificazione anche in termini di esposizione al rischio di credito, tenendo comunque in considerazione l'attuale contesto che vede i tassi di interesse di lungo termine orientati al rialzo, in particolare negli Stati Uniti.

Governativo

Per il profilo di rischio e la tipologia di flussi passivi dell'Ente, l'investimento e la gestione del comparto obbligazionario governativo assume elevata importanza. Tale componente permette di mettere in atto strategie di copertura e replica parziale dei rischi di tasso impliciti nel passivo.

Si conferma l'indicazione di proseguire il processo di accumulo di tali strumenti, pur in un contesto di riduzione dell'esposizione al rischio di tasso e tenendo in considerazione le condizioni e le opportunità di volta in volta offerte dal mercato, con l'obiettivo di mantenere una struttura semplice del portafoglio obbligazionario.

La diversificazione geografica, internazionale incluso paesi emergenti, viene garantita dalla strategia affidata al gestore delegato del comparto dedicato, rispetto al quale si può prevedere un graduale piano di accumulo in base ai flussi contributivi, in modo tale da ribilanciare la strategia all'aumentare del patrimonio.

Per quanto riguarda la diversificazione della tipologia tasso, si prevede una riduzione all'esposizione delle obbligazioni governative nominali a favore di bond indicizzati Inflation Linked, con logica di piano di accumulo. Le scadenze dovranno essere calibrate sulle risultanze delle analisi di ALM e comunque avranno l'obiettivo di aumentare la duration reale del patrimonio per avvicinarla a quella stimata per le passività.

Il patrimonio, infatti, presenta una duration reale media di poco superiore ai 4 anni mentre quella del passivo è stata stimata nell'analisi di ALM pari a circa 19 anni.

La strategia di investimento in ottica ALM si propone di colmare gradualmente questo gap di

duration reale, al fine di incrementare il funding ratio e renderlo meno variabile rispetto alle condizioni di mercato. Per evitare penalizzazioni in conto capitale, inutili nella logica da cassettista ("buy & hold") con la quale l'Ente andrà di norma a detenere tali titoli, si conferma l'opportunità di ricorrere alla classificazione tra le immobilizzazioni finanziarie dei titoli ad elevata duration reale.

Corporate

Per quanto riguarda la classe di investimenti in titoli societari, il peso della componente strategica prevista in portafoglio indica un leggero incremento (+1%) rispetto alla quota attuale. Nel corso del 2015, inoltre, si è realizzato l'importante allargamento dell'universo investibile anche alle emissioni ad alto rendimento (high yield e/o paesi emergenti), e in piccola parte anche alle obbligazioni convertibili, attraverso l'allargamento delle investment guidelines affidate al gestore del comparto dedicato del credito.

In generale rimane fondamentale un'attenta diversificazione, non solo in termini di merito di credito ma anche settoriale e per liquidità della singola emissione e del debito complessivo dell'emittente.

Nell'ottica del conseguimento di una maggiore redditività, pur con rischio rigorosamente controllato, si ritiene opportuno ampliare l'operatività della gestione obbligazionaria diretta, utilizzando opzioni e swaps e tramite strategie di arbitraggio sui titoli in portafoglio, a fronte di plusvalenze significative in termini percentuali. Il sempre più ampio ricorso a titoli inflation linked, peraltro, amplia le opportunità di arbitraggio anche alla curva dei tassi reali e tra tassi reali e tassi nominali.

Investimenti in Azioni

Per quanto riguarda gli investimenti azionari, si può evidenziare un peso contenuto ed in aumento a tendere (pari a 14,5%), in un contesto di relativa preferenza previsto anche per il 2016, stante anche la redditività particolarmente compressa sul versante obbligazionario.

Appare inoltre necessario proseguire nel processo di diversificazione geografica, settoriale e di stile di gestione, soprattutto flessibile, sia puntando ad azioni con un elevato dividend yield e un'attesa di rivalutazione reale di medio lungo termine (investimenti "core") che utilizzando strumenti gestiti per diversificare il portafoglio e gestire l'asset allocation tattica, in modo da perseguire un incremento del rendimento reale atteso.

Nell'ottica di adottare una detenzione indiretta e maggiormente diversificata (geograficamente e settorialmente) degli investimenti azionari, al fine di evitare di correre rischi specifici che in fasi di marcata volatilità delle quotazioni e alta dispersione dei rendimenti potrebbero penalizzare le performance di portafoglio, nel 2015 si è allargata la strategia conferita al gestore del comparto dedicato, includendo anche investimenti in paesi emergenti e strumenti azionari small cap.

Oltre agli investimenti azionari tradizionali, si ritiene opportuno ampliare l'investimento in strategie azionarie flessibili, sempre attraverso strumenti gestiti, che possano mitigare la volatilità e ridurre il drawdown nelle fasi di correzione del mercato (si veda Alternativi).

Alternativi

Questa categoria di attivi viene inserita nell'asset allocation strategica con un peso in aumento rispetto al posizionamento attuale (22% ca.) e pari al 26% del patrimonio complessivo, nella logica di arricchire il portafoglio con investimenti quanto più possibile su classi di attività legate all'economia reale e decorrelate rispetto a quelle già presenti in portafoglio, cercando anche di incrementare i rendimenti in una prospettiva opportunistica di breve – medio termine.

Trattandosi generalmente di forme di investimento a volatilità medio – alta, la maggior parte delle quali su strategie poco liquide e settori altamente specializzati, si ritiene opportuno investire attraverso strumenti gestiti e prendendo posizione gradualmente, attraverso la logica del piano di accumulo.

In attesa dell'emanazione del "Decreto Casse", coerentemente al Decreto Ministeriale 166/2014 destinato ai Fondi Pensione, recante norme sui criteri e limiti di investimento delle risorse, si renderà opportuno costruire all'interno del portafoglio di investimenti alternativi una componente di fondi alternativi - FIA (per i quali è previsto un limite massimo del 30%, in analogia a quanto in vigore per i Fondi Pensione), affiancata da una componente di fondi aperti (UCITS) su strategie flessibili e a rendimento assoluto.

All'interno della componente FIA, non si prevedono incrementi rispetto alla situazione attuale della quota investita in fondi immobiliari e di private equity per ragioni legate alla recente costituzione del Fondo immobiliare dedicato "Bernini", per la prima tipologia, e perché vengono privilegiati investimenti nello specifico settore infrastrutturale/private debt per la seconda classe di attivo, secondo quanto di seguito specificato.

Coerentemente a quanto previsto dalla recente normativa per usufruire del Credito di imposta (DM 19 giugno 2015), si prevedono principalmente investimenti verso il settore delle infrastrutture e delle società non quotate nei mercati regolamentati. L'investimento in tale classe di attivo sarà effettuata in chiave indiretta, attraverso l'acquisto di strumenti gestiti specializzati, tipicamente nella forma di fondo chiuso.

Nell'ambito delle infrastrutture, all'interno della disciplina, sono stati enucleati vari settori di riferimento, relativamente a società/fondi di investimento fiscalmente residenti negli Stati dell'Unione europea o aderenti al SEE: turistico, ambientale, idrico, stradale, ferroviario, aeroportuale, portuale, sanitario, immobiliare pubblico non residenziale, telecomunicazioni – comprese quelle digitali ed energetiche.

Per quanto riguarda le società non quotate nei mercati regolamentati, si tratta di investimenti in fondi di venture capital, private equity e private debt, tipicamente nella forma chiusa.

In ottica ALM, è molto importante che la redditività attesa di tali strumenti sia, in termini di IRR, superiore all'inflazione realizzata nel periodo di detenzione dell'investimento, con uno spread proporzionale al grado di rischiosità dell'investimento stesso.

In merito alla componente di investimento in strategie flessibili e a rendimento assoluto, si prevede un leggero incremento rispetto alla quota attualmente in portafoglio, con la logica di costruire un portafoglio di fondi diversificato per strategie, che sia in grado di generare

redditività indipendentemente dall'andamento dei mercati tradizionali, sia in termini di correlazione che di drawdown nei periodi di forte correzione.

3.	L'ORGANIZZAZIONE DEL PORTAFOGLIO OTTIMALE: IL 2016 ED IL COMPLETAMENTO DELLA PRIMA FASE DEL PROCESSO DI EFFICIENZA E CONTROLLO
----	--

Strategie ed investimenti tattici: la riorganizzazione del portafoglio ai fini dell'ottimizzazione

Fin dal 2010 l'EnpacI ha implementato nella propria organizzazione del processo di investimento (processo che sta ispirando la definizione del nuovo regolamento interno dell'Ente, che sarà emesso a seguito della formulazione definitiva della normativa dei Ministeri Vigilanti inerente la gestione patrimoniale delle Casse di Previdenza), una serie di misure strategiche tese a raggiungere l'obiettivo della ottimizzazione del patrimonio.

In tale processo si addivene ad una revisione complessiva delle metodologie di gestione patrimoniale, ed alla sostanziale riorganizzazione delle categorie di strumenti finanziari ed al loro controllo.

Il processo, che porta alla individuazione delle scelte di investimento, e che determina la suddivisione del patrimonio in macro categorie di strumenti finanziari ottimizzanti, si realizza secondo i seguenti passaggi:

Il processo attraverso cui si arriverà alle scelte operative, che costituiscono il piano investimenti 2016, segue le fasi come sotto riportate.

1. Aggiornamento del modello di analisi attivi e passivi dell'EnpacI e definizione degli obiettivi strategici sulla base dei quali si costruisce l'allocazione strategica del patrimonio. L'aggiornamento del modello è curato dall'advisor finanziario Prometeia, a supporto della preparazione del piano investimenti. Esso avviene semestralmente, a fine anno e a fine giugno.
2. Con i dati finanziari e attuariali rivisti per tali scadenze si delineano gli obiettivi strategici, che consentono di mantenere l'equilibrio di lunghissimo termine tra attivi e passivi prospettici dell'Ente. Il citato advisor, alla luce dei calcoli così aggiornati, individua le esposizioni strategiche per ciascuna categoria di investimento, suggerendo pertanto l'allocazione ideale del patrimonio dell'Ente. Si procede in tal modo all'analisi e predisposizione delle scelte di investimento strategico da proporre al Consiglio di Amministrazione (preceduta dalla riunione di Commissione Investimenti che dettaglia tecnicamente tale fase).
3. Si procede poi con l'implementazione delle strategie di investimento, passando dalla allocazione strategica alla allocazione tattica.
4. Predisposizione delle prassi operative del processo di investimento.
5. Individuazione delle analisi di rischio ed organizzazione dei controlli.
6. Valutazioni di investimento tattico ed approfondimenti sui sottostanti gli investimenti indiretti tramite fondi.

7. Analisi della coerenza delle scelte tattiche sui singoli strumenti di investimento, rispetto alle strategie di investimento ed ai relativi modelli di analisi.
8. Monitoraggio su ciascuno strumento di investimento, sia esso diretto che indiretto.

Allocazione Strategica e logiche gestionali

L'allocazione strategica ottimizzante si ottiene attraverso l'utilizzo di un modello di analisi degli attivi e dei passivi (cosiddetta analisi ALM - Asset Liability Management), che nell'orizzonte temporale di lunghissimo periodo (nel nostro caso si svolgono analisi con orizzonte 2035 e 2055), individua le dinamiche attese per i parametri attuariali (evoluzione della popolazione degli iscritti e dei pensionati), istituzionali (evoluzione delle modalità di copertura delle spese per pensioni) ed economici (in particolare PIL, inflazione e tassi di interesse).

La revisione annuale del modello porta alla politica di investimento, anch'essa annuale, declinata al meglio solo riuscendo ad ottimizzare la suddivisione degli strumenti in patrimonio secondo le loro caratteristiche e le loro attese di rischio / rendimento conseguenti.

I livelli di redditività e di rischiosità obiettivo, che escono dal modello, diventano scelte tattiche, suddivise in aree di investimento.

Tali aree sono:

- la macro area di investimento di tipo immobiliare (in corso di ulteriore ottimizzazione, come già detto, attraverso la creazione di un fondo immobiliare ad apporto, allo stadio attuale in costruzione con l'apporto degli immobili diretti dell'Ente, ed a regime unito agli altri fondi immobiliari dentro un unico FIA – Fondo di Investimento di tipo Alternativo, diversificato nelle diverse aree geografiche di investimento), ad obiettivo di investimento elevato e con rischiosità alta, vista la variabilità del mercato immobiliare;
- la macro area di investimenti di tipo mobiliare diretto, su strumenti liquidi, di tesoreria (legati direttamente agli obiettivi di rendimento sottostanti il modello ALM, e definibili in titoli di Stato italiani, polizze di capitalizzazione o operazioni di time deposit), a redditività e rischio bassi, sufficiente a coprire l'obiettivo di base, dato da inflazione +1%;
- la macro area di investimento di tipo mobiliare in delega, liquido (che a regime proporrà due sotto-aree, una che sarà costituita da un unico fondo di fondi multi-strategia, suddivise in investimenti azionari globali e titoli di Stato globali, a mercato, ed investimenti sul credito, costituito da obbligazioni emesse da imprese e finanziamenti in generale, sempre a mercato, direttamente correlati alle esposizioni individuate dall'analisi ALM), a rischio graduato sulla base delle aspettative sui mercati, e rischio conseguente, entrambe in questa fase non particolarmente elevati;
- la macro area di investimento di tipo mobiliare in delega, alternativo (che a regime potrà essere ottimizzato dentro al veicolo FIA sopra specificato, che raccoglierà quindi, oltre agli immobili, tutti i valori mobiliari poco liquidi ad alta redditività, sganciati dagli andamenti dei mercati), a redditività alta e rischio elevato.

Dalla combinazione delle aree sopra specificate si arriva al portafoglio ottimo, che va poi continuamente monitorato, nel suo complesso e su ogni singolo strumento.

Indirizzi guida nella ottimizzazione: la situazione nel 2016

A seguito delle valutazioni sopra definite si sono delineate per il 2016 le seguenti strategie:

Asset Allocation Strategica	
Categorie di investimento	Esposizione obiettivo (%)
Liquidità e strumenti monetari	4,00
Obbligazioni governative	25,00
Obbligazioni corporate	8,00
Azioni globale	14,00
Alternativi	26,00
Immobili diretti	23,00

Sarà pertanto dato ampio spazio all'area di investimento definito in senso generale di tipo alternativo, rispetto al quale si propongono fin d'ora strumenti di investimento che consentono di soddisfare all'esigenza di:

- potere realizzare interessanti obiettivi di redditività, a fronte di investimenti che costituiscono finanziamento alle realtà che rappresentano l'ossatura dell'economia italiana, supportando l'ambito infrastrutturale indispensabile per il processo di crescita dell'economia, e sfruttando l'opportunità di una fase di ripresa che porta ad interessanti progetti, garanzia della sostenibilità dell'investimento nel lungo periodo e coerenti con gli obiettivi statuari dell'Enpacl;
- allo stesso tempo, come strumento messo a disposizione dal MEF, potere usufruire del meccanismo di recupero del credito di imposta, incentivo per gli investimenti del tipo sopra ricordato, come previsto dalla Legge di Stabilità per il 2015 (legge 23 dicembre 2014, n. 190).

Le aree che configurano tale opportunità sono nello specifico le seguenti:

- progetti immobiliari che valorizzano il patrimonio pubblico e settori della cultura (finanziamenti di progetti tipo campus universitari);
- strutture residenziali sanitarie assistenziali, che finanziamo ambiti sociali);
- strumenti di Private Equity (finanziamento di società PMI non quotate);
- strumenti di Private Debt (specificamente i cosiddetti Mini Bond, che rappresentano prestiti a PMI non quotate);

Si procederà inoltre alla realizzazione dei seguenti obiettivi strategici per la gestione del patrimonio:

- continuazione negli apporti al fondo immobiliare 'Bernini', costituito da EnpacI per l'ottimizzazione del portafoglio diretto, e graduale revisione delle diversificazioni immobiliari.
- gestione amministrativa dei fondi in essere, attraverso un fondo liquido (Sicav), specificando ciascun comparto per logica gestionale. Attualmente i comparti sono due, uno multi-strategia, azionario ed obbligazionario globale, l'altro specifico sul credito, a cui andrà affiancato un comparto che raccolga tutti i fondi di tipo flessibile. Successivamente creazione di un fondo di fondi di tipo alternativo, per farvi confluire i fondi immobiliari ed i fondi chiusi del tipo private equity, private debt e hedge funds.
- definizione del regolamento sul processo di attuazione della politica di investimento, a seguito della ufficializzazione del Regolamento MEF in materia, che normerà in maniera puntuale e dettagliata i limiti di investimento previsti nella gestione del patrimonio, la struttura del processo decisionale a carico dei vari organi interni ed esterni, e le modalità di comunicazione esterna in merito alla composizione, alle attività operative svolte ed ai risultati della gestione.

APPENDICE I: GLOSSARIO DEI TERMINI FINANZIARI

Absolute return (rendimento assoluto)

Il ritorno assoluto è una misura di guadagno o di perdita su un portafoglio d'investimento espresso in percentuale del capitale investito.

Arbitraggio

Operazione finanziaria consistente nell'acquisto di titoli o di valuta e nella rivendita dello stesso oggetto per ricavare un profitto dato dalla differenza tra i due prezzi.

Asset allocation

Attività di un gestore di patrimoni (enti di previdenza, fondi comuni, fondi pensione, polizze vita ecc.) che consiste nella ripartizione del portafoglio tra i vari strumenti finanziari all'interno dei diversi mercati di investimento.

Attivo

Indicatore di efficienza che fornisce una misura del grado di intensità con cui è utilizzato il capitale investito di un'azienda. E' dato dal rapporto fra il fatturato e la consistenza dell'attivo in un determinato periodo di riferimento.

Benchmark

Titolo guida oggetto di ampie negoziazioni. Ciò fa sì che esso possa venire considerato dagli operatori un titolo di riferimento.

Bond inflation linked

Titoli che danno diritto a riscuotere un determinato interesse, variabile in funzione dell'inflazione, durante la sua esistenza e al rimborso del capitale a scadenza.

Buy and hold (comprare e tenere)

Metodologia operativa di investimento in titoli che si realizza mediante l'acquisto di azioni di una società con il fine di rivenderle solamente dopo un intervallo di tempo molto lungo, evitando di venderle nei periodi in cui il prezzo è in ribasso.

Certificato

Documento rappresentativo di un certo numero di titoli unitari azionari od obbligazionari, ovvero di quote di fondi comuni di investimento.

Commodity

Termine inglese utilizzato nel gergo finanziario per definire materie prime come oro, petrolio o cereali trattati sui mercati spot e future.

Confidenza (intervallo di)

Stima di un parametro con un intervallo di valori plausibili per quel parametro.

Copertura

Messa a disposizione di fondi o di valori mobiliari immediatamente disponibili per il buon fine di ordini o di impegni.

Corporate governance

Modalità di conduzione e controllo di una società per azioni in relazione ai diritti e alle incombenze dei singoli partecipanti nel funzionamento degli organi societari.

Corporate bond

Obbligazioni emesse da società private, tutte diverse fra loro per rating di affidabilità e liquidità del titolo sul mercato.

Correlazione

Dipendenza statistica tra due o più variabili.

Correlazione positiva: in generale si muovono nella stessa direzione;

Correlazione negativa: in generale si muovono in sensi opposti;

Senza correlazione: non è possibile determinare se si muovono assieme.

Debiti sovrani

Debito sovrano, cioè debito del Re si definiva il debito contratto dai regnanti dal Medioevo fino al XIX secolo. Oggi solo per gli Usa è corretto usare l'espressione debito sovrano. In sostanza gli Usa sono stati per quarant'anni l'unico paese al mondo che poteva pagare i propri debiti con l'estero attraverso l'emissione di cartamoneta, vale a dire svalutando il dollaro. Questo meccanismo si è modificato. La sovranità è passata, in parte, ai capitali sovrani costituiti dalle riserve monetarie dei paesi che hanno un surplus strutturale e consistente nella bilancia commerciale.

Dividend yield

Rapporto dividendo-prezzo corrisponde al rapporto tra l'ultimo dividendo annuo per azione corrisposto agli azionisti, o annunciato, e il prezzo in chiusura dell'anno di un'azione ordinaria.

Drawdown

Caduta da un picco ad un limite minimo durante uno specifico periodo di investimento, in particolare utilizzato per fondi o merci. Solitamente è definita come una percentuale tra picco e base della caduta.

Duration

Importante misura di rischio riferita alla durata di un obbligazione aggiustata per i flussi di cassa prodotti durante la vita del titolo.

FOMC (Federal Open Market Committee)

E' la commissione della Federal Reserve (Banca Centrale) statunitense che si occupa delle decisioni di politica monetaria per gli USA.

Fondi aperti

Fondi comuni di investimento in cui l'ammontare totale del fondo non è prefissato e in cui i sottoscrittori possono entrare e uscire liberamente.

Fondi chiusi

Fondi comuni di investimento in cui l'ammontare totale del fondo da sottoscrivere è prefissato al momento della promozione dello stesso e dal quale si può uscire solo a scadenza predeterminata.

Fondi FIA

Fondo di Investimento Alternativo che "raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento ben definita a beneficio di tali investitori" e che non necessitano di un'autorizzazione ai sensi della Direttiva UCITS. Quindi sono definiti per esclusione come tutti i Fondi che non sono regolati dalla Direttiva UCITS.

Pertanto, per quanto riguarda il nostro ordinamento, si tratta dei:

- fondi speculativi,

- fondi immobiliari,
- fondi infrastrutturali,
- fondi di *private equity* e / o di *venture capital*,
- fondi che investono in materie prime
- altri tipi di fondi tipicamente riservati ad investitori qualificati.

Fondi speculativi (in inglese *hedge funds*)

Fondi privati, spesso poco liquidi (in genere hanno una liquidazione mensile), che hanno l'obiettivo di produrre rendimenti costanti nel tempo, con una bassa correlazione rispetto ai mercati di riferimento, tramite investimenti singolarmente ad alto rischio finanziario, ma con possibilità di ritorni molto fruttuosi, diversificando le operazioni, secondo diverse strategie, come:

- vendita allo scoperto (in inglese *short selling*),
- strumenti derivati come opzioni e *futures*,
- *hedging*,
- leva finanziaria (*leverage*).

Funding ratio (rapporto di finanziamento)

Esprime il rapporto tra il valore del patrimonio (lato attivo del bilancio) e il valore attuale delle prestazioni attese (lato passivo del bilancio). Il valore attuale del patrimonio è adeguatamente calcolato considerando alcune poste a valori di mercato e altre in maniera conforme al loro ruolo di hedging delle passività. Analogamente il passivo è dato da una stima dei flussi futuri che considera tutte le variabili demografiche afferenti la popolazione in esame integrate con i livelli correnti di inflazione attesa e tassi d'interesse di mercato.

Futures

Contratto a termine con il quale le parti stabiliscono che, a una certa data futura, il venditore consegnerà una certa quantità di titoli quotati, ricevendo dal compratore una somma stabilita al momento della conclusione del contratto.

Hedging

Attività volta a mettere il patrimonio dell'investitore al riparo dal rischio di fluttuazione dei prezzi. E' un'operazione finanziaria finalizzata a ridurre il rischio di un investimento. Si realizza, ad esempio, con l'acquisto di uno strumento finanziario con un rendimento correlato negativamente con il portafoglio da coprire.

High yield

Alto rendimento ottenibile con investimenti in prestiti obbligazionari emessi da società a basso *rating*.

Leva finanziaria (in inglese *leverage*)

Operazioni aventi un effetto moltiplicativo del rischio e della redditività sul mercato, in funzione del suo andamento, a seguito dell'utilizzo di opzioni e *futures*.

MoU (memorandum of understanding)

Descrive un accordo bilaterale o multilaterale tra due o più parti ed esprime la convergenza delle diverse volontà delle parti, indicando una linea d'azione comune su cui si è trovato l'accordo stesso.

OICR

Abbreviazione di *organismi di investimento collettivo del risparmio*.

Fondi comuni di investimento costituiti dalle somme versate dai sottoscrittori del fondo.

Opzione (diritto di)

Facoltà di entrare in possesso con precedenza e a condizioni privilegiate di titoli emessi da una società di cui già si detiene una partecipazione o si è portatori di obbligazioni.

Private equity

Attività finanziaria mediante la quale un investitore istituzionale rileva quote di una società target sia acquisendo azioni esistenti da terzi sia sottoscrivendo azioni di nuova emissione, apportando nuovi capitali all'interno della società target.

Quantitative Easing o QE

Parlando di Quantitative Easing ci si riferisce, in genere, ad un'operazione che rientra nel complesso delle politiche monetarie adottate da una banca centrale.

Il quantitative easing, la cui traduzione letterale è "alleggerimento quantitativo", viene chiamato in italiano anche "allentamento monetario" o QE (acronimo di Quantitative Easing). Attuando un piano di allentamento monetario, le banche centrali si pongono quali acquirenti di beni (generalmente si tratta di azioni o titoli di stato) con denaro creato "ex-novo" e al fine di incentivare la crescita economica (per questo il QE viene anche chiamato "stimolo").

Rating

Giudizio relativo al rischio che un emittente di debito non abbia la capacità (rischio economico) o la volontà (rischio politico) di effettuare completi e puntuali pagamenti della quota principale e degli interessi durante il periodo di validità delle obbligazioni emesse.

REITs

Abbreviazione di *Real estate investment trusts*

Fondi immobiliari americani che possono essere quotati in borsa e rappresentano uno dei tanti prodotti che un risparmiatore può acquistare, per finalità speculativa o di investimento.

Rendimento nominale

Tasso d'interesse comprensivo del tasso d'inflazione. Altro significato del termine è quello di interesse corrisposto in misura fissa, calcolato su un certo valore nominale.

Rendimento reale

Rendimento ottenuto da un investimento al netto della componente dovuta all'aumento dei prezzi causato dall'inflazione. La remunerazione reale è, quindi, pari alla differenza tra tassi nominali e tassi di inflazione.

Rischio di tasso

Rischio collegato alle variazioni del tasso di interesse che comportano variazioni sul prezzo delle obbligazioni.

Sicav

Abbreviazione di *Società di investimento a capitale variabile*.

Essa ha per oggetto l'investimento del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico delle proprie azioni. Diversamente da quanto accade con i fondi comuni di investimento, chi sottoscrive una Sicav non acquista quote, ma diventa azionista della società e ha la possibilità di incidere, attraverso l'esercizio del diritto di voto, sulle vicende societarie e sulle politiche di investimento.

SIF

Abbreviazione di *Specialised Investment Fund*

Il SIF può investire nei prodotti finanziari tradizionali, azioni, obbligazioni, fondi, divise, così come in azioni non quotate, certificati, metalli preziosi, materie prime e perfino direttamente in immobili e beni “fisici” (vini di pregio, oggetti d’arte, gioielli, ...), il tutto con grande flessibilità, lasciando al gestore del SIF totale autonomia in materia di scelte di investimento e di strategie operative.

Small – mid – large cap

Con tali definizioni ci si riferisce a titoli a bassa media ed alta capitalizzazione.

Spread

Maggiorazione applicata a titoli rispetto ai benchmark utilizzati per calcolarne il rendimento

Swap

Operazione tramite la quale due parti si scambiano contrattualmente due distinti flussi di pagamento: in linea di massima ognuna delle due parti vende a pronti e riacquista a termine.

TLTRO, Targeted Longer-Term Refinancing Operations

Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine della Banca Centrale Europea con l’obiettivo di migliorare l’erogazione di prestiti bancari a favore del settore privato non finanziario.

UCITS

Abbreviazione di *undertaking for collective investment in transferable securities*.

In italiano OICR (vedi voce OICR)

Vendite allo scoperto (in inglese *Short Selling*)

Operazioni in cui si prende posizione iniziando con una vendita, pur non possedendo il titolo. In tal modo si beneficia di un utile a fronte di mercati che scendono. Tali operazioni si pongono in essere attraverso opzioni e/o *futures*.

Venture Capital

Il *Venture Capital* è l’apporto di capitale di rischio da parte di un investitore per finanziare l’avvio o la crescita di un’attività in settori ad elevato potenziale di sviluppo.

Un fondo di *venture capital* investe principalmente in capitale finanziario nelle imprese che sono troppo rischiose per i mercati dei capitali standard o dei prestiti bancari. Spesso lo stesso nome è dato ai fondi creati appositamente, mentre i soggetti che effettuano queste operazioni sono detti *venture capitalist*. Nella maggioranza dei casi, i fondi necessari sono erogati da *limited partnership* o *holding* in aziende che per natura della attività e stadio di sviluppo non risultano finanziabili dai tradizionali intermediari finanziari (come ad esempio le banche). Rappresenta una categoria del *private equity*, che si rivolge alle iniziative ed ai progetti industriali nelle prime fasi del *business*.

Volatilità

Rappresenta la variabilità dei rendimenti di un investimento, normalmente associata ad una rilevante imprevedibilità dei movimenti del prezzo stesso. La volatilità viene misurata dalla standard deviation (scarto quadratico medio dei rendimenti relativi), una grandezza che rende conto della tendenza dei prezzi ad allontanarsi dalla loro media.