

**RELAZIONE SUI CRITERI DI INDIVIDUAZIONE E
RIPARTIZIONE DEI RISCHI NELLA SCELTA DEGLI
INVESTIMENTI**

L'importo da destinare al programma degli investimenti di cui all'art. 6 dello Statuto dell'Ente, riguardante l'esercizio in esame è pari ad euro 50.300.000.

Tale somma deriva dalla liquidità di cassa che si renderà disponibile nel corso dell'esercizio, come evidenziato nel preventivo di cassa, che considera i movimenti finanziari della gestione, cioè i flussi di entrata e di uscita che presumibilmente si verificheranno nell'arco dell'esercizio.

I flussi tengono conto:

delle spese relative alle manutenzioni straordinarie da effettuarsi sul patrimonio immobiliare;
degli acquisti di immobilizzazioni immateriali (software) e di immobilizzazioni strumentali;
del rimborso del mutuo contratto dall'Ente e della corresponsione di indennità di fine rapporto e/o di anticipi della stessa;
delle entrate derivanti dal rimborso di titoli per scadenze (€ 22.550.000) e a seguito di piani di ammortamento e dal rimborso di prestiti e mutui concessi dall'Ente.

Nel calcolo delle disponibilità si è tenuto conto anche della presumibile entità sia del saldo di cassa al 31/12/2006 che di quello al 31/12/2007, calcolando quest'ultimo in funzione delle spese da sostenere nei primi mesi dell'anno 2008.

A novembre dello scorso anno questa Assemblea ha deliberato l'asset allocation strategica tendenziale per il 2006 come segue:

- Monetario 5,00%
- Obbligazionario 22,50%
- Obbl. legato inflazione 9,00%
- Azionario 18,50%
- Alternativo 10,00%
- Immobiliare 35,00%.

Grazie agli ultimi investimenti effettuati, al 30/09/2006 si è verificata una notevole convergenza dell'asset allocation tattica (corrispondente all'effettiva distribuzione dei pesi di ogni classe d'investimento al momento dell'analisi) a quella strategica, come evidenziato dalla tabella che segue.

Classe	Pesi AAT settembre	Pesi AAS	Differenza
Monetaria	6,38%	5,00%	+ 1,38%
Obbligazionaria	26,53%	22,50%	+ 4,03%
Inflazione	6,40%	9,00%	- 2,60%
Azionaria	15,81%	18,50%	- 2,69%
Alternativa	8,25%	10,0%	- 1,75%
Immobiliare	36,63%	35,0%	+ 1,63%

Rend. lordo	Atteso 6,88%	7,25%	- 0,37%
Rend. netto	Atteso 2,90%	3,18%	- 0,28%
Volatilità	6,99%	7,59%	- 0,60%

L'andamento dei mercati internazionali, nel 2006 non ha prodotto sostanziali mutamenti nei parametri di rischio, rendimento e correlazione se non per le componenti prive di rischio.

Al fine di continuare nell'opera di diversificazione del patrimonio per aumentare l'efficienza e quindi diminuire la rischiosità attesa a parità di rendimento, si ritiene opportuno esaminare la possibilità di allargare l'universo investibile da parte dell'Enpacl. Si formula, pertanto, una proposta per l'introduzione di due comparti aggiuntivi: un comparto nella classe obbligazionaria che comprende le obbligazioni di tipo *High Yield* e

un comparto nella classe azionaria che comprende le azioni di Paesi Emergenti.

Con obbligazioni *High Yield*, ad alto rendimento, si fa riferimento ai titoli emessi da società con rating inferiore all'investment grade.

Le obbligazioni emesse da società o stati di paesi emergenti sono titoli sotto l'investment grade ma, date le loro particolari caratteristiche, vengono considerate come un' asset class separata.

I titoli *High Yield* possono avere un ruolo molto importante all'interno del portafoglio di un investitore istituzionale. Tipicamente, i titoli *High Yield* hanno un rendimento superiore ai titoli governativi ed ai titoli emessi da società con rating sopra l'investment grade. Negli anni '80 e '90, ad esempio, le obbligazioni *High Yield* avevano un rendimento maggiore dei Treasury bonds (i titoli emessi dal tesoro Americano) di 300-400 basis points (3-4 punti percentuali).

La bassa correlazione con i mercati obbligazionari è dovuta alla maggiore sensibilità dei titoli *High Yield* ai dati sui cicli economici e sui risultati societari che non alle variazioni giornaliere dei tassi di interesse. Come i titoli azionari, i prezzi dei titoli *High Yield* aumentano in periodi di crescita economica, ma sono generalmente meno volatili dei titoli azionari a causa degli elevati rendimenti provenienti dalle cedole.

Una allocazione in titoli *High Yield* può, dunque, migliorare la diversificazione di un portafoglio attraverso la bassa correlazione con i mercati azionari e obbligazionari e, unita al loro elevato rendimento, può migliorare il profilo rischio/rendimento del portafoglio aumentandone l'efficienza.

Per quanto riguarda l'introduzione del comparto Mercati Emergenti nella classe azionaria, si deve premettere che non esiste un preciso set di criteri in base ai quali si può individuare una economia emergente. In molti casi viene applicato un criterio economico: la media del reddito pro capite

basato sul livello del PIL. Se questo livello non eccede il livello stabilito dalla World Bank (USD 9.656), una economia viene considerata *emergente*. Alternativamente, si può usare un criterio finanziario e considerare emergenti tutti i paesi con rating inferiore all'investment grade; oppure, applicare un criterio *politico*: sono emergenti tutte le economie che non fanno parte dell'OCSE.

L'Asset Class *Azionario Paesi Emergenti* è molto interessante per un portafoglio di un investitore istituzionale per tre motivi principali:

- La diversificazione.
- L'incremento del rendimento atteso. Negli ultimi 15 anni i mercati azionari dei paesi emergenti hanno out-performato i mercati azionari ex-USA per un valore che supera il 4% annuo, trainati in particolar modo dai BRICs (Brasile, Russia, India e Cina)
- L'incremento dell'insieme di opportunità di investimento. L' MSCI EM Index contiene 731 società di cui circa 100 sono di prima categoria (es: Samsung, Hyundai, Lukoil, Teva Pharmaceutical, Norlisk Nickel etc....). Inoltre i settori che compongono l'MSCI EM hanno pesi diversi rispetto ai pesi dei settori dell'MSCI World, creando così anche un effetto di diversificazione settoriale.

E' da sottolineare che l'introduzione di queste due classi comunemente giudicate *rischiose* comporta invece una riduzione della volatilità attesa del portafoglio (cioè della sua rischiosità) che si attesta al 7,19% contro il 7,59% della precedente asset allocation strategica. Questa è la esemplificazione di come ciò che determina la rischiosità a livello aggregato di un portafoglio è il livello di correlazione fra i diversi investimenti oltre che le singole rischiosità. Nel nostro caso i nuovi comparti presentano delle correlazioni relativamente contenute con il resto del patrimonio e pertanto possono effettivamente aumentare la diversificazione.

Gli altri cambiamenti proposti sono i seguenti:

- **Riduzione della classe monetaria dal 5% al 4%.** La classe monetaria dovrebbe essere usata solo per far fronte alle esigenze di cassa programmate o per azioni tattiche in periodi di particolari turbolenze dei mercati: solo il primo di questi impieghi rientra negli obiettivi dell'asset allocation strategica. L'incremento del patrimonio Enpacl degli ultimi anni ha fatto sì che il 4% risulti sufficiente a far fronte alle esigenze programmate di liquidità.
- **Incremento della classe obbligazionaria dal 22,5% al 23,5% e redistribuzione interna a tale classe sui comparti "Titoli di Stato Euro", "Titoli di Stato Ex Emu", "Corporate Euro" e "Corporate USA".** L'aggiunta del comparto "Corporate High Yield" alla classe obbligazionaria e le mutate condizioni di crescita a livello globale hanno determinato la necessità di incrementare la diversificazione interna della classe obbligazionaria. I titoli di stato nel loro aggregato a livello mondiale (Euro più Ex EMU) sono passati dal 10,5% al 10,0% quindi una riduzione quasi irrilevante, ma i pesi sono stati cambiati per favorire una diversificazione a livello globale: il comparto "Titoli di Stato Ex EMU" è infatti cresciuto dal 1,5% all'attuale 2,5%. Stesso discorso per le due classi "Corporate" che a livello aggregato rimangono stabili (12%) ma con la parte Euro che scende dall'11% al 10% e la parte USA che cresce dall'1% al 2%. Si ricorda che la definizione di questi comparti riguarda il domicilio dell'emittente e non la valuta in cui tali titoli sono espressi: tutta l'asset allocation si intende in Euro o coperta dal rischio di cambio.
- **Riduzione della classe azionaria dal 18,5% al 17,5%.** Tale

riduzione è nel suo complesso dettata sia dalle mutate condizioni di mercato che indicano una rischiosità in aumento della classe azionaria e sia dall'introduzione del comparto "Mercati Emergenti". Per quanto riguarda gli aggiustamenti interni alla classe questi sono stati dettati dall'esigenza di diversificare maggiormente a livello globale questa classe: da qui la riduzione del comparto "Europa" a favore del comparto Pacifico e del comparto Paesi Emergenti.

- **Riduzione della classe inflazione dal 9% al 8%.** Questa marginale riduzione è dovuta al perdurare delle condizioni di mercato che offrono poche emissioni liquide e ben prezzate di obbligazioni legate all'inflazione a fronte di una domanda via via crescente a livello internazionale soprattutto da parte dei fondi pensioni. Questo disallineamento fra domanda e offerta ha diminuito l'efficienza di tale classe.
- **Aumento della classe Alternativi dal 10% al 12%.** L' aumento è dettato dall'evoluzione di tale classe soprattutto nello strumento rappresentato dai fondi di fondi tramite il quale Enpacl ha deciso di avvicinarsi a tali investimenti. Questa classe si è evoluta verso una rischiosità minore e una redditività anch'essa più contenuta pur mantenendo le proprie caratteristiche di elevata efficienza e bassa correlazione con le classi di investimento tradizionali.

Riportiamo di seguito i risultati del processo di ottimizzazione con l'aggiornamento dei parametri attesi di rischio e rendimento.

Classe	Rend. Lordo	Rend. Netto	Volatilità	Peso
<u>Monetaria</u>	3,40%	0,56%	1,20%	<u>4,0%</u>
<u>Obbligazionaria</u>				<u>23,5%</u>
Stato Euro	5,20%	2,01%	5,30%	7,5%
Corporate Euro	5,40%	2,19%	5,40%	10,0%
Stato ex – EMU	5,40%	2,27%	5,30%	2,5%
Corporate USA	5,70%	2,53%	5,60%	2,0%
Corporate High Yield	7,00%	3,64%	7,60%	1,5%
<u>Inflazione</u>	5,00%	2,20%	2,20%	<u>8,0%</u>
<u>Azionaria</u>				<u>17,5%</u>
Europa	10,10%	6,29%	19,60%	9,0%
USA	10,80%	6,88%	19,00%	5,5%
Pacifico	9,00%	5,35%	20,40%	2,0%
Mercati Emergenti	11,40%	7,40%	22,10%	1,5%
<u>Alternativa</u>	9,20%	5,69%	8,00%	<u>12,0%</u>
<u>Immobiliare</u>	7,00%	1,78%	9,00%	<u>35,0%</u>
TOTALE	7,17%	3,18%	7,19%	

Fatte queste considerazioni il Consiglio di Amministrazione ritiene di modificare l'attuale asset allocation strategica come sopra esposta e propone di operare investimenti nel 2007 in modo da avvicinare ancor più le diverse classi ai pesi definiti all'interno di detto asset.

Successivamente all'approvazione, il Consiglio di Amministrazione provvederà ad attuare integralmente, nei tempi necessari ed in funzione dei flussi finanziari, il programma degli investimenti, tenendo presente

l'andamento del mercato (interno ed estero) e le opportunità che si presenteranno di volta in volta.

Roma, 29 novembre 2006

Il Consiglio di Amministrazione