

**ENTE DI PREVIDENZA DEI PERITI INDUSTRIALI E DEI
PERITI INDUSTRIALI LAUREATI – EPPI**

Relazione ai sensi dell'Art. 2, comma 1, del
D.M. 5 giugno 2012

Anno 2017



COVIP

COMMISSIONE DI VIGILANZA
SUI FONDI PENSIONE

SCHEMA DI SINTESI

PREMESSA

Come noto, non risulta ancora concluso l'iter di approvazione del decreto recante le disposizioni – rivolte agli Enti previdenziali di cui ai d.lgs. 509/1994 e 103/1996 – in materia di investimento delle risorse finanziarie, di conflitti di interessi e di depositario (ex articolo 14, comma 3, del d.l. 98/2011, convertito con modificazioni dalla l. 111/2011).

In proposito non può che farsi presente come la sua adozione consentirebbe di disporre di un quadro di regole certe e predeterminate all'interno del quale verrebbero esercitate le prerogative gestionali degli Enti; essa favorirebbe inoltre l'ordinato esercizio della complessiva azione di vigilanza delle diverse Istituzioni a ciò preposte, ivi compresa la valutazione di atti regolamentari degli Enti stessi, preordinati a una migliore definizione dei processi gestionali in materia di investimento delle risorse.

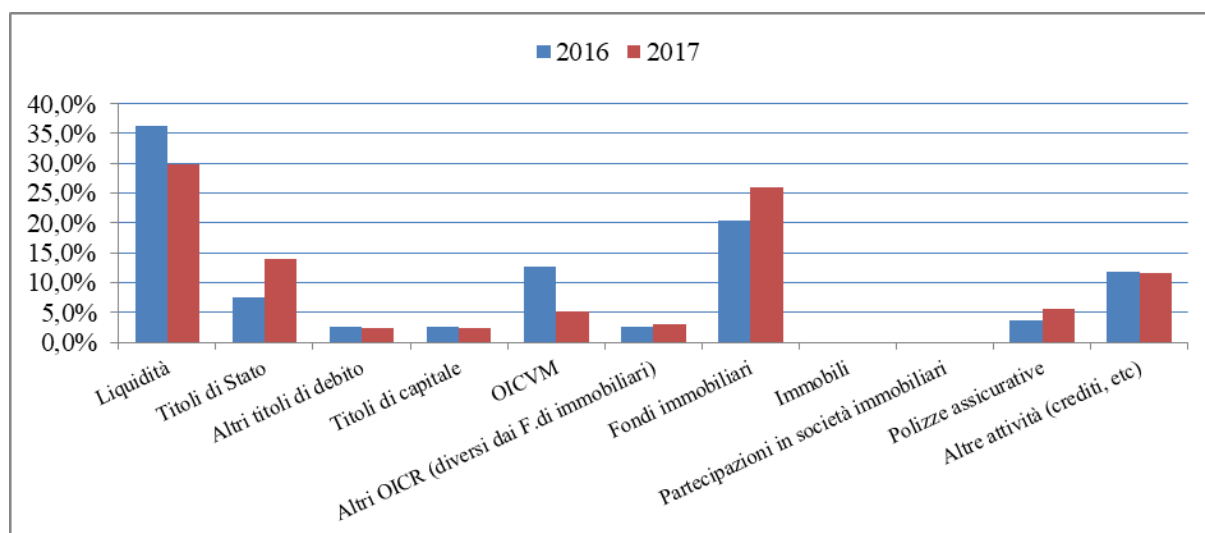
* * *

Nel rinviare all'allegato referto quanto all'analisi in dettaglio delle risultanze dell'attività condotta da questa Autorità ai sensi dell'articolo 2, comma 1, del d.m. 5 giugno 2012, si riportano, sinteticamente, per pronta evidenza, i principali elementi emersi.

COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO

Come emerge dalla tabella che segue, al 31 dicembre 2017 le attività totali detenute dall'Ente ammontano, a valori di mercato, a 1.390,8 mln di euro, in aumento di 114,2 mln di euro rispetto alla fine del 2016 (pari all'8,9%).

Composizione delle attività a valori di mercato.		2016		2017	
<i>(dati di fine anno; importi in migliaia di euro)</i>		Importi	%	Importi	%
Attività					
Liquidità (1)		461.564	36,2	415.031	29,8
Titoli di Stato		97.173	7,6	193.818	13,9
Altri titoli di debito		32.363	2,5	33.614	2,4
- quotati		-	-	-	-
- non quotati		32.363	2,5	33.614	2,4
Titoli di capitale		32.894	2,6	33.112	2,4
- quotati		157	..	-	-
- non quotati		32.737	2,6	33.112	2,4
OICVM		162.255	12,7	70.865	5,1
- di cui: componente obbligazionaria		88.769	7,0	31.453	2,3
- di cui: componente azionaria		43.023	3,3	23.412	1,7
Altri OICR		292.549	22,9	404.083	29,1
- di cui: fondi immobiliari		259.244	20,3	361.329	26,0
Immobili		-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari		-	-	-	-
Polizze assicurative		45.825	3,6	77.405	5,6
Altre attività		151.936	11,9	162.870	11,7
Totale attività		1.276.559	100,0	1.390.798	100,0
<i>Per memoria</i>					
Investimenti nel real estate		259.244	20,3	361.329	26,0
Immobili		-	-	-	-
Fondi immobiliari		259.244	20,3	361.329	26,0
Partecipazioni in società immobiliari		-	-	-	-
Investimenti in titoli di debito		218.305	17,1	258.885	18,6
Titoli di Stato		97.173	7,6	193.818	13,9
Altri titoli di debito		32.363	2,5	33.614	2,4
Componente obbligazionaria tramite OICVM		88.769	7,0	31.453	2,3
Investimenti in titoli di capitale		75.917	5,9	56.524	4,1
Titoli di capitale		32.894	2,6	33.112	2,4
Componente azionaria tramite OICVM		43.023	3,3	23.412	1,7



OSSERVAZIONI:

Va evidenziato che il peso della liquidità, nonostante la riduzione registrata nell'anno in esame,

(1) Nella liquidità è stato ricompreso il deposito vincolato (con scadenza ottobre 2018) per un valore di 251,1 mln di euro (250,2 mln di euro nel 2016) che l'Ente ha indicato, nelle segnalazioni qui trasmesse, tra le "Altre attività".

risulta ancora molto significativo. Sul punto va rilevato incidentalmente che tale situazione, ove perdurasse nel tempo con il conseguente protrarsi di un ampio sovrappeso rispetto all'assetto strategico definito funzionalmente all'obiettivo di perseguire una redditività idonea ad assicurare la sostenibilità del regime previdenziale dell'Ente, potrebbe compromettere l'effettiva realizzazione di tale obiettivo.

RENDIMENTO DELLA GESTIONE FINANZIARIA

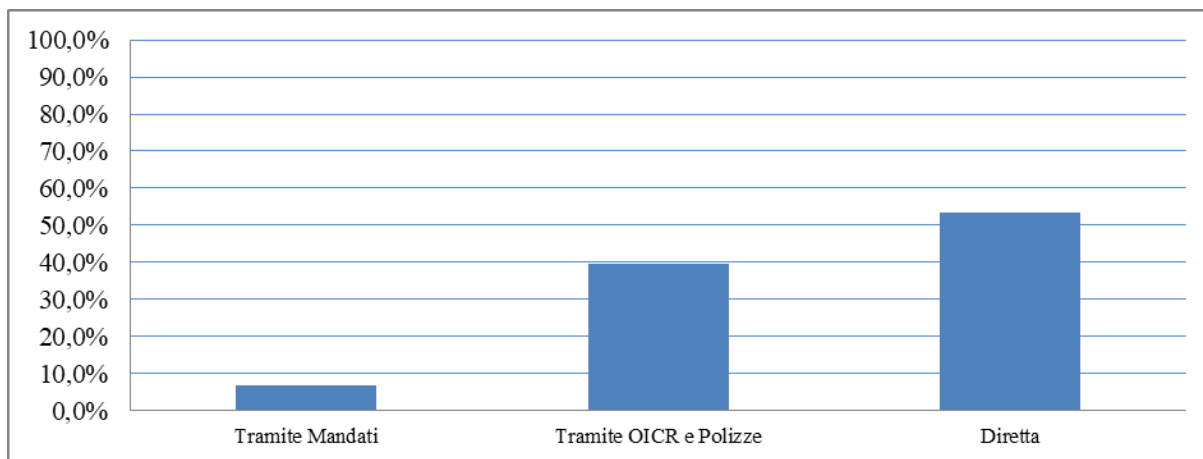
Il rendimento netto a valori di mercato della gestione finanziaria (inerente alla sola componente mobiliare stante l'assenza di immobili di proprietà) è pari al 4,57% (5,09% nel 2016).

Nel quinquennio 2013-2017 il rendimento netto medio annuo composto a valori di mercato della gestione finanziaria (inerente alla sola componente mobiliare, essendosi completata a novembre 2012 l'operazione di apporto al fondo immobiliare Fedora – detenuto quasi esclusivamente dall'Ente – dei cespiti di proprietà di quest'ultimo all'epoca destinati a locazione) è pari al 4,42%.

MODALITÀ DI GESTIONE DELLE RISORSE E UTILIZZO DEL DEPOSITARIO

A fine 2017 le attività gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a 93,5 mln di euro, pari al 6,7% delle attività totali, e fanno capo a 2 gestori (invariati rispetto al 2016); tenendo conto anche degli OICR detenuti direttamente dall'Ente e delle polizze assicurative, l'ammontare di risorse gestite da intermediari specializzati arriva a 645,9 mln di euro (corrispondente al 46,4% delle attività totali).

Il grafico seguente rappresenta la ripartizione delle attività tra le tre modalità di gestione prese in considerazione:



A fine 2017 l'Ente si avvale di BNP Paribas Securities Services come depositario di un ammontare di risorse pari a 814 mln di euro che comprende, oltre alle attività in gestione delegata, 720,5 mln di euro riferibili alle attività detenute direttamente. Il relativo contratto, che si configura come accordo quadro ai sensi dell'art. 54 del d.lgs.50/2016, è stato perfezionato in data 11 gennaio 2018 per una durata di 4 anni (prorogabile per un massimo di due volte consecutive, ciascuna per un periodo di 12 mesi).

REGOLAMENTAZIONE INTERNA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

L'Ente ha definito una propria disciplina in materia di investimenti contenuta nei seguenti documenti:

1. Regolamento per la gestione del patrimonio

Tale documento – modificato da ultimo con delibera consiliare n. 526 del 26 luglio 2017 (2) e quindi approvato da codesti Ministeri il successivo 7 dicembre – disciplina i seguenti principali profili:

- la *governance* dell'allocazione delle risorse finanziarie;
- la definizione delle strategie di allocazione del patrimonio;
- l'allocazione delle risorse finanziarie;
- la gestione del portafoglio titoli (anche sotto il profilo del monitoraggio).

2. Documento sulla politica d'investimento

Tale documento – approvato con delibera consiliare n. 613 del 28 marzo 2018 – disciplina i seguenti profili:

- gli obiettivi della politica di investimento;
- i criteri di attuazione della politica di investimento;
- i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento;
- il sistema di controllo e valutazione dei risultati conseguiti.

3. Modello di *Risk Management*

Tale documento è stato approvato con delibera consiliare n. 614 del 28 marzo 2018.

4. Documento recante “Iter e criteri di analisi delle proposte di investimento”

Tale documento è stato approvato con delibera consiliare n. 615 del 28 marzo 2018.

5. Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio

Tale documento è stato approvato con delibera consiliare n. 632 del 24 maggio 2018.

OSSERVAZIONI:

Si ricorda che il Ministero del lavoro ha sottoposto i documenti richiamati agli alinea 2-5 a un preventivo esame da parte della scrivente Commissione, la quale con nota prot. 5906 del 21 novembre 2018 – a cui si fa integrale rinvio – ha reso le proprie valutazioni evidenziando, oltre a puntuali rilievi su ciascuno dei documenti medesimi, l'esigenza di ordine generale che l'Ente provveda alla ristrutturazione dei relativi contenuti in modo tale da assicurare la necessaria organicità dei testi ridefiniti, anche attraverso opportuni interventi di semplificazione e razionalizzazione.

6. Criteri generali di investimento

Tali criteri sono stati approvati con delibera del Consiglio di Indirizzo Generale – CIG del 19 ottobre 2017 (aggiornando quelli precedentemente definiti, da ultimo, con deliberazione del 20 aprile 2011).

(2) Tali modifiche hanno inteso recepire i rilievi formulati dal Ministero del lavoro con lettera prot. 8457 del 14 luglio 2017, i quali tenevano anche conto delle osservazioni espresse dalla scrivente Commissione con nota prot. 650 del 15 febbraio 2017 sul precedente testo approvato con delibera consiliare del 28 aprile 2016.

ASSETTO ORGANIZZATIVO IN MATERIA DI INVESTIMENTI

SOGGETTI COINVOLTI NEL PROCESSO DI INVESTIMENTO

Sulla base delle previsioni contenute nel “Regolamento per la gestione del patrimonio”, nel processo di investimento delle risorse dell’Ente risultano coinvolti:

- Consiglio di Indirizzo Generale – CIG;
- Consiglio di amministrazione;
- Commissione Investimenti (composta da almeno 3 consiglieri e a cui partecipano – senza diritto di voto e con funzione di supporto all’attività di valutazione – il Direttore Generale e il responsabile della Funzione finanza);
- Presidente;
- Direttore Generale;
- Funzione finanza (dotata, al momento dell’acquisizione delle informazioni per il presente referto, di 2 risorse ivi incluso il relativo responsabile);
- *advisor* finanziario chiamato in particolare a supportare l’Ente nella predisposizione dell’*asset-liability management* (ALM), dell’*asset allocation* strategica e tattica (AAS e AAT), nella selezione dei gestori/strumenti finanziari e nello sviluppo del sistema di controllo dei rischi (3).

SOGGETTI COINVOLTI NEL CONTROLLO DELLA GESTIONE FINANZIARIA

Sulla base delle previsioni contenute nel “Regolamento per la gestione del patrimonio” e – fermi restando i rilievi formulati con la sopra citata nota prot. 5906 del 21 novembre 2018 – nel “Documento sulla politica d’investimento”, il sistema di controllo della gestione finanziaria risulta incentrato sulla Funzione finanza; esso prevede anche il coinvolgimento del depositario.

SOGGETTI CON FUNZIONI DI SUPPORTO CONSULENZIALE

L’Ente si avvale, in qualità di *advisor* finanziario, della società Prometeia Advisor SIM, il cui contratto scadrà il 16 febbraio 2020.

L’Ente si avvale inoltre, in qualità di *service* amministrativo per la gestione contabile del portafoglio titoli, della società Previnet S.p.A., il cui contratto scadrà il 30 giugno 2019.

MODALITÀ SELETTIVE DEI SOGGETTI ESTERNI COINVOLTI NELLA GESTIONE FINANZIARIA

Per i gestori, la selezione risulta condotta mediante gara a inviti ai sensi dell’art. 27 del d.lgs. 163/2006.

Per il depositario, la selezione risulta condotta mediante procedura aperta ai sensi dell’articolo 60 del d.lgs. 50/2016.

Per l’*advisor* finanziario e per il *service* amministrativo, la selezione risulta condotta mediante procedura negoziata ai sensi dell’art. 36, comma 2, lettera b) del d.lgs. 50/2016.

(3) Sulla base delle previsioni contenute nel “Regolamento per la gestione del patrimonio”, allo sviluppo di tale sistema contribuisce anche la Funzione di controllo, che in realtà – come risultante dall’organigramma dell’Ente adottato con delibera consiliare n. 473 del 2 marzo 2017 – è denominata “Audit e controllo”. In base alle previsioni contenute nel sopra citato “Modello di *Risk Management*”, essa assolve anche al ruolo di *risk manager*, competente a verificare il rispetto di tale modello (e delle connesse procedure) e a relazionarne periodicamente al Consiglio di amministrazione.

POLITICA DI INVESTIMENTO ADOTTATA
--

Nell'anno in esame il portafoglio strategico di riferimento (AAS) è quello definito sulla base delle risultanze dell'ALM predisposta dall'*advisor* finanziario a ottobre 2017, caratterizzato – su un orizzonte temporale di 10 anni – da un rendimento atteso annuo lordo del 3,9% (corrispondente a un rendimento netto del 3%), a fronte di un rischio espresso in termini di volatilità (deviazione standard) pari al 6,8%.

Politiche di investimento e disinvestimento relative alla componente mobiliare e immobiliare, con particolare riferimento al monitoraggio e alla gestione del rischio, in un'ottica di gestione integrata e coerente tra le poste dell'attivo e del passivo.

La politica di investimento e i relativi criteri di attuazione

Preliminarmente va rilevato che l'Ente ha adottato il "Regolamento per la gestione del patrimonio" (di seguito, anche Regolamento) – modificato da ultimo con delibera consiliare n. 526 del 26 luglio 2017 (4) e quindi approvato da codesti Ministeri il successivo 7 dicembre – il quale disciplina i seguenti principali profili:

- la *governance* dell'allocazione delle risorse finanziarie;
- la definizione delle strategie di allocazione del patrimonio;
- l'allocazione delle risorse finanziarie;
- la gestione del portafoglio titoli (anche sotto il profilo del monitoraggio).

Per quanto qui di interesse, il Regolamento:

- richiama la competenza, prevista a livello statutario, del Consiglio di Indirizzo Generale – CIG a definire i criteri generali di investimento;
- prevede l'adozione del "Documento sulla politica di investimento" (di seguito, anche DPI) (5) che deve contenere gli obiettivi da realizzare nella gestione finanziaria (in termini di rendimento, rischio e diversificazione), i relativi criteri di attuazione e il sistema di monitoraggio e valutazione dei risultati conseguiti; esso deve quindi riportare anche l'*asset-liability management* – ALM alla base dell'*asset allocation* strategica – AAS (6), nonché l'*asset allocation* tattica – AAT.

Con delibera del 19 ottobre 2017 il CIG ha aggiornato i criteri generali di investimento (precedentemente definiti, da ultimo, con deliberazione del 20 aprile 2011) da seguire nell'attuazione del processo di investimento delle risorse finanziarie, prevedendone la revisione con cadenza triennale.

Nella riunione del 28 marzo 2018 il Consiglio di amministrazione ha approvato, con delibera n. 613, il DPI che disciplina i seguenti profili:

- gli obiettivi della politica di investimento;
- i criteri di attuazione della politica di investimento;
- i compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento;
- il sistema di controllo e valutazione dei risultati conseguiti.

(4) Tali modifiche hanno inteso recepire i rilievi formulati dal Ministero del lavoro con lettera prot. 8457 del 14 luglio 2017, i quali tenevano anche conto delle osservazioni espresse dalla scrivente Commissione con nota prot. 650 del 15 febbraio 2017 sul precedente testo approvato con delibera consiliare del 28 aprile 2016.

(5) Il Regolamento contiene in allegato un apposito *workflow* relativo all'approvazione del "Documento sulla politica di investimento".

(6) In linea con quanto previsto dai criteri generali di investimento definiti dal CIG, il Regolamento contempla infatti, come prima fase del processo di definizione della politica di investimento, l'ALM sulla base delle cui risultanze viene predisposta l'AAS che deve individuare:

- la ripartizione strategica delle attività, ovvero la percentuale del patrimonio da investire nelle varie classi di strumenti (specificando i margini entro i quali contenerne gli eventuali scostamenti);
- la modalità di gestione diretta o indiretta che si intende adottare e lo stile;
- le caratteristiche dei mandati gestori.

Nella suddetta riunione, il Consiglio di amministrazione ha inoltre adottato il “Modello di *Risk Management*” (delibera n. 614) e il documento recante “Iter e criteri di analisi delle proposte di investimento” (delibera n. 615); con successiva delibera n. 632 del 24 maggio 2018 ha infine approvato il “Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio”. Si ricorda che il Ministero del lavoro ha sottoposto detti documenti a un preventivo esame da parte della scrivente Commissione, la quale con nota prot. 5906 del 21 novembre 2018 – a cui si fa integrale rinvio – ha reso le proprie valutazioni evidenziando, oltre a puntuali rilievi su ciascuno dei documenti medesimi, l’esigenza di ordine generale che l’Ente provveda alla ristrutturazione dei relativi contenuti in modo tale da assicurare la necessaria organicità dei testi ridefiniti, anche attraverso opportuni interventi di semplificazione e razionalizzazione.

Per gli aspetti qui riguardati si riporta di seguito quanto previsto, in particolare, dal Regolamento e, fermi restando i rilievi effettuati nella sede sopra richiamata, dal DPI.

Il DPI contiene la nuova AAS approvata con delibera consiliare n. 549 dell’8 novembre 2017 sulla base delle risultanze dell’ALM predisposta, nel precedente mese di ottobre, dall’*advisor* finanziario (Prometeia Advisor SIM).

Tale elaborazione si fonda sul bilancio tecnico al 31 dicembre 2014 (tuttavia integrato in particolare tenendo conto di un tasso di inflazione di mercato e utilizzando per l’attualizzazione la curva dei rendimenti dei titoli *corporate* EMU con livello di *rating* A) e si caratterizza per i seguenti principali profili:

- analizza il patrimonio dell’Ente, e le sue principali componenti, a valori di mercato al 26 maggio 2017 (tenendo anche conto, relativamente alle delibere già adottate ma non ancora eseguite alla data dell’elaborazione, di quella inerente all’investimento di 30 mln di euro nel fondo immobiliare Fedora – detenuto quasi esclusivamente dall’Ente – finalizzato all’acquisto, da parte del fondo stesso, della sede all’epoca occupata dall’Ente medesimo in qualità di locatario);
- rappresenta (ipotizzando la non destinazione del contributo integrativo ad alimentare il montante individuale degli iscritti e un tasso di rivalutazione di questi ultimi pari alla variazione media quinquennale del PIL) l’andamento, nel periodo 2017-2057, dei flussi per contributi e prestazioni, del saldo previdenziale (contributi-prestazioni) e del patrimonio; l’andamento di tali variabili è rappresentato, nel periodo 2017-2097, anche nell’ipotesi a “gruppo chiuso” (ossia considerando solo le prestazioni in essere e quelle di pertinenza degli iscritti a fine 2016, nonché i flussi di contribuzione futura da parte di questi ultimi);
- calcola il *funding ratio* (7), evidenziando pure il *deficit* previdenziale;
- esamina sull’orizzonte temporale di 3, 10 e 30:
 - il profilo rischio/rendimento del patrimonio alla data di riferimento, evidenziando il rendimento netto medio nominale e reale e la relativa volatilità (deviazione standard), il rendimento netto annuo e cumulato nominale e reale nel 5° percentile (ossia nel 5% dei casi peggiori) e la probabilità di rendimenti netti annui reali negativi;
 - il *funding ratio* atteso e la probabilità di piena capitalizzazione nell’ipotesi sia di non destinazione che di destinazione del contributo integrativo ad alimentare il montante individuale degli iscritti (ipotesi, quest’ultima, sviluppata con riferimento alle misure del 50%, 60%, 80% e 100%);
- ad esito delle valutazioni condotte individua 3 portafogli strategici (qualificati rispettivamente a rischio basso, medio e medio con investimenti obbligazionari di tipo *high yield*) definiti tenendo conto di un rendimento obiettivo in linea con le stime ministeriali del

(7) Tale indicatore è calcolato rapportando il patrimonio – integrato con il valore attuale dei contributi degli iscritti – al valore attuale delle prestazioni previdenziali a loro favore.

PIL (pari a circa l'1,4%-1,5% reale nel medio-lungo periodo) ovvero pari a circa il 2% reale (alla luce della possibilità dell'Ente di rivalutare i montanti individuali degli iscritti a un tasso superiore alla variazione media quinquennale del PIL e di quella di destinare a questi ultimi sino al 100% del contributo integrativo), nonché dei seguenti vincoli (8):

- 1%-100% per la liquidità;
- massimo 2% per l'investimento in polizze assicurative;
- massimo 100% per l'investimento in titoli di debito governativi;
- massimo 50% per l'investimento in titoli di debito *corporate*;
- massimo 10% per l'investimento in obbligazioni dei paesi emergenti;
- massimo 5% per l'investimento in obbligazioni *high yield*;
- massimo 25% per l'investimento in titoli di capitale;
- massimo 10% per gli investimenti alternativi liquidi;
- massimo 4% per gli investimenti in *commodities*;
- massimo 5% per gli investimenti in *private equity*;
- 25%-35% per gli investimenti in fondi immobiliari e infrastrutturali;
- effettua un'analisi comparata del profilo rischio/rendimento del portafoglio in essere alla data di riferimento e delle AAS proposte (9), evidenziando – su diversi orizzonti temporali (a seconda dei casi, 3, 10, 30 e 50 anni) – il rendimento netto/lordo composto nominale e reale e la relativa volatilità (deviazione standard) nonché il relativo valore nel 5° percentile; per l'AAS con rischio medio e investimenti obbligazionari di tipo *high yield*, il profilo rischio/rendimento e la capacità di assicurare la sostenibilità vengono inoltre esaminati – su un orizzonte temporale di 10 anni – anche con riguardo all'ipotesi di destinazione del contributo integrativo ad alimentare il montante individuale degli iscritti (sempre nelle misure del 50%, 60%, 80% e 100%);
- relativamente a quest'ultima AAS ipotizza un piano di convergenza per il periodo 2017-2019, sulla base del quale vengono definite le bande di oscillazione delle singole *asset class* rispetto ai pesi strategici (ai fini dell'AAT), anche nella loro struttura riferita a fine 2018;
- ai fini dell'implementazione dell'AAS propone infine l'articolazione del portafoglio in “portafoglio strategico” (a sua volta suddiviso in “portafoglio assicurativo” e “portafoglio immobiliare”) e “portafoglio gestito” (a sua volta suddiviso in “portafoglio direzionale” e “portafoglio non direzionale”).

Nell'ambito dei suddetti 3 portafogli strategici, con la menzionata delibera n. 549 dell'8 novembre 2017 il Consiglio di amministrazione – prendendo a riferimento l'orizzonte temporale di 10 anni in quanto ritenuto connotato da un maggior grado di attendibilità – ha quindi adottato l'AAS con rischio medio e investimenti obbligazionari di tipo *high yield* che si caratterizza nei seguenti termini:

<i>Asset class</i>	%
Strumenti di liquidità	2%
Obbligazioni governative (10)	21%
- EMU tasso fisso	8%

(8) Tali vincoli risultano definiti tenendo conto dei criteri generali di investimento definiti dal CIG che contemplano, in particolare, un'esposizione immobiliare massima pari al 35% del patrimonio, la quale nell'elaborato in questione ricomprende peraltro anche gli investimenti infrastrutturali.

(9) Tali AAS sono caratterizzate in particolare dalla circostanza che il limite del 35% è stato previsto non per l'esposizione immobiliare, ma per gli investimenti illiquidi nel loro complesso (costituiti da alternativi, immobiliare e infrastrutture).

(10) A tale *asset class* vengono ricondotte anche le polizze assicurative.

<i>Asset class</i>	%
- <i>Inflation linked</i>	11%
- <i>world ex EMU</i>	2%
Obbligazioni Corporate	10%
- EMU	6%
- <i>world ex EMU</i>	4%
Obbligazioni alto rendimento	7%
- Paesi emergenti	3%
- <i>High yield</i>	4%
Azionario	21%
- Europa	11%
- <i>world ex Europa</i>	7%
- Paesi emergenti	3%
Alternativi	7%
- Liquidi	4%
- Illiquidi	3%
Immobiliare e asset reali	32%
- Infrastrutture	3%
- Fondi immobiliari	29%
Totale	100%

Tale assetto strategico presenta – su un orizzonte temporale di 10 anni – un rendimento atteso annuo lordo del 3,9% (corrispondente a un rendimento netto del 3%), a fronte di un rischio espresso in termini di volatilità (deviazione standard) pari al 6,8%.

Con la suddetta delibera sono state inoltre approvate le seguenti bande di oscillazione dei pesi delle singole classi di attività rispetto a quelli assegnati nel portafoglio strategico (rappresentative del perimetro entro cui costruire l'AAT):

<i>Asset class</i>	% minima	% massima
Strumenti di liquidità	1%	6%
Obbligazioni governative	18%	25%
Obbligazioni <i>corporate</i>	7%	14%
Obbligazioni alto rendimento	4%	10%
Azionario	17%	24%
Alternativi	3%	10%
Immobiliare e <i>asset reali</i>	28%	35%

Sotto il profilo delle modalità di attuazione della politica di investimento rappresentata dalla suddetta AAS, il Regolamento prevede alcune condizioni di carattere generale che gli investimenti devono rispettare; in particolare risulta che l'Ente può impiegare le proprie risorse in:

- investimenti i cui profili di rischio, anche operativo, e rendimento siano opportunamente controllabili dagli organi a ciò deputati;
- investimenti i cui profili di liquidità e costi di realizzazione siano chiari e definiti già in fase di sottoscrizione dell'investimento stesso;
- investimenti il cui profilo di rischio/rendimento risulti ben definito, le cui strutture di *pricing* e *pay-off* siano chiaramente descritte e i cui costi diretti e indiretti siano pienamente dichiarati sin dall'inizio.

Inoltre, il DPI – oltre a richiamare i criteri generali di investimento definiti dal CIG (11) – indica

(11) Per completezza si riportano di seguito i criteri generali previsti per l'implementazione della strategia di investimento nell'ottica dell'equilibrio finanziario, della redditività e della liquidabilità degli investimenti:

gli strumenti finanziari investibili, per i quali il documento recante "Iter e criteri di analisi delle proposte di investimento" riporta poi gli specifici requisiti di investibilità nonché i limiti di investimento.

Quanto infine alle modalità gestionali, il Regolamento contempla la gestione sia diretta che indiretta (che poi il DPI riferisce alle classi di attivo meno presidiabili direttamente, come i fondi di investimento alternativi – FIA). Viene in particolare disciplinata la procedura inerente alla definizione e all'approvazione delle proposte di investimento/disinvestimento e di affidamento/revoca dei mandati di gestione, riportando – in allegato – un apposito *workflow* relativo alla "Allocazione delle risorse finanziarie".

Il Regolamento esplicita inoltre i principi/aspetti da prendere in considerazione nel processo di selezione degli strumenti finanziari e dei gestori; in particolare:

- per gli strumenti finanziari si fa riferimento a: economicità, efficacia, rischio di concentrazione, dimensioni, *track record*, qualità, trasparenza del *reporting*, autorizzazione all'esercizio delle attività riservate e criteri per l'esercizio del diritto di voto; avuto specifico riguardo ai fondi UCITS e ai FIA, qualificati dal documento recante "Iter e criteri di analisi delle proposte di investimento" come strumenti maggiormente utilizzati, quest'ultimo indica ulteriori aspetti da prendere in considerazione nel processo selettivo;
- per i gestori (ma anche per la selezione degli *advisor* e del depositario) si fa riferimento,

-
- diversificare adeguatamente il patrimonio sia nel rispetto dell'equa distribuzione tra investimenti mobiliari e immobiliari, considerando il limite di massima esposizione immobiliare pari al 35% del patrimonio, sia in termini di fonti di rendimento investendo attraverso un'*asset allocation* globale (Europa, altri paesi sviluppati, paesi emergenti), con il ricorso anche a gestori professionali, al fine di evitare la concentrazione di rischi e la dipendenza del risultato della gestione da emittenti, gruppi di imprese e gestori;
 - ottimizzare i risultati contenendo i costi di transazione, gestione e funzionamento, in rapporto alla dimensione e alla complessità della struttura del patrimonio;
 - investire le disponibilità in misura prevalente in strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati e con elevata liquidabilità;
 - individuare, ove possibile, le soluzioni di investimento attraverso procedure comparative;
 - considerare come strumenti a basso livello di rischio gli investimenti che generano flussi di reddito altamente prevedibili e tendenzialmente costanti nel tempo, con profili di rischio contenuti (rientrano in tale ambito, a titolo meramente esemplificativo, l'immobiliare a reddito, il monetario, l'obbligazionario e i titoli di Stato);
 - considerare come strumenti a medio/alto rischio gli investimenti meno correlati alle dinamiche delle passività e la cui redditività dipende maggiormente dall'apprezzamento in conto capitale (rientrano in tale ambito, a titolo meramente esemplificativo, l'azionario, l'obbligazionario ad alto rendimento, l'immobiliare e gli investimenti alternativi quotati, non quotati e privi di *rating*);
 - investire prevalentemente in euro, contenendo l'esposizione valutaria, al netto delle coperture, entro i limiti di legge previsti;
 - implementare, qualora opportune, strategie finalizzate alla copertura dei rischi di breve periodo degli investimenti, prediligendo l'utilizzo di strumenti di copertura trasparenti e ad alta liquidabilità;
 - collocare le eventuali temporanee giacenze, in attesa di essere investite, in operazioni a breve termine (quali, a titolo meramente esemplificativo, i c/c, i p/t e i *time deposit*), con primarie controparti di mercato, alle migliori condizioni e secondo un principio di diversificazione del rischio;
 - supportare la complessità della gestione attraverso un'adeguata struttura organizzativa.

È altresì previsto che il Consiglio di amministrazione relazioni sull'attuazione di tali criteri al CIG, con cadenza quadrimestrale, e agli iscritti, con cadenza semestrale, attraverso idonea informativa da pubblicare sul sito internet.

fermo restando quanto previsto dalle specifiche normative in materia, a: economicità, efficacia, tempestività, correttezza, libera concorrenza, parità di trattamento, trasparenza, proporzionalità e rispetto della disciplina in materia di conflitto d'interessi.

* * *

Sotto il diverso profilo dei criteri seguiti per l'immobilizzazione delle attività detenute, l'Ente ha fatto presente di iscrivere tra le immobilizzazioni finanziarie gli strumenti destinati alla copertura delle passività e quelli detenuti comunque sino a scadenza, e quindi non destinati alla negoziazione.

Il trasferimento delle attività detenute dal portafoglio immobilizzato a quello non immobilizzato può avvenire per effetto del verificarsi di situazioni straordinarie connesse con mutamenti significativi nelle condizioni esterne di mercato o interne di gestione che fanno venir meno le motivazioni alla base dell'originaria scelta di immobilizzo; detto trasferimento deve essere adeguatamente motivato nella nota integrativa del bilancio consuntivo. Peraltro, ragioni di tipo gestionale possono indurre gli amministratori anche a vendere titoli ricompresi tra le immobilizzazioni finanziarie.

Nell'ambito delle informazioni trasmesse non risultano specifici criteri quali-quantitativi per la verifica della presenza di una durevole perdita di valore, prevista dal Codice Civile quale presupposto per la rettifica dei valori contabili delle immobilizzazioni.

I compiti e le responsabilità dei soggetti coinvolti nel processo di investimento

Sulla base delle previsioni contenute nel Regolamento, le competenze attribuite ai diversi soggetti coinvolti nel processo di investimento delle risorse dell'Ente risultano essere le seguenti.

Il Consiglio di Indirizzo Generale – CIG è competente a definire i criteri generali di investimento.

Il Consiglio di amministrazione presenta le seguenti competenze:

- approva l'ALM, l'AAS e l'AAT;
- approva e revisiona periodicamente il DPI;
- verifica l'attuazione della politica di investimento e valuta l'operato dei soggetti coinvolti nella gestione del patrimonio con il supporto della Funzione finanza;
- delibera gli investimenti/disinvestimenti delle risorse finanziarie sulla base delle proposte presentate dal Funzione finanza con il parere consultivo della Commissione Investimenti;
- delibera l'affidamento/revoca dei mandati di gestione sulla base delle proposte presentate dalla Funzione finanza, con il parere consultivo della Commissione Investimenti;
- assicura con il Direttore Generale il mantenimento di strutture interne per la gestione del patrimonio e per il controllo dei rischi a cui l'Ente è esposto, adeguate per competenza e consistenza alle funzioni ad esse affidate;
- esamina i rapporti sulla gestione del patrimonio forniti dalla Funzione finanza;
- approva le procedure di controllo della gestione finanziaria, tenendo conto delle proposte formulate dalla Funzione di controllo (12);

(12) Il Regolamento attribuisce a tale Funzione, che in realtà – come risultante dall'organigramma dell'Ente adottato con delibera consiliare n. 473 del 2 marzo 2017 – è denominata “Audit e controllo”, le seguenti competenze (con riporto periodico alla Direzione Generale e al Consiglio di amministrazione):

- rileva le procedure per la gestione finanziaria individuando le aree di rischio e i relativi presidi;
- monitora con verifiche periodiche il rispetto delle norme di settore e del Regolamento, oltre che

- definisce la strategia in materia di esercizio dei diritti di voto spettanti all'Ente;
- nomina o designa i cc.dd. Rappresentanti Interni negli organi di consultazione e/o amministrazione previsti.

La Commissione Investimenti (composta da almeno 3 consiglieri e a cui partecipano – senza diritto di voto e con funzione di supporto all'attività di valutazione – il Direttore Generale e il responsabile della Funzione finanza) presenta le seguenti competenze:

- esprime un parere consultivo preventivo in merito alle decisioni che il Consiglio di amministrazione assume in relazione alle proposte riguardanti il DPI, l'ALM, l'AAS, l'AAT, gli investimenti/disinvestimenti delle risorse finanziarie dell'Ente, nonché l'affidamento/revoca dei mandati di gestione;
- può chiedere ulteriori analisi sulle proposte di allocazione presentate dalla Funzione finanza prima del passaggio in Consiglio di amministrazione;
- verifica periodicamente la gestione finanziaria e, se ritenuto necessario, propone al Consiglio di amministrazione le azioni correttive da adottare.

Il Presidente ha poteri di firma con riguardo a ogni rapporto contrattuale sottostante alla negoziazione di uno strumento finanziario approvato dal Consiglio di amministrazione, con facoltà di delega a favore di uno dei consiglieri o del Direttore Generale; esercita i diritti di voto derivanti dalle partecipazioni detenute (l'esercizio di tali diritti può avvenire anche tramite soggetto delegato, c.d. Rappresentante Interno).

Il Direttore Generale presenta le seguenti competenze:

- svolge una funzione di raccordo e di coordinamento di tutti i soggetti coinvolti nel processo della gestione patrimoniale e vigila in merito all'attuazione della politica di investimento adottata dal Consiglio di amministrazione con il supporto della Funzione finanza;
- partecipa alle riunioni della Commissione Investimenti ed esprime il proprio parere consultivo;
- valuta l'adeguatezza del sistema gestionale rispetto ai soggetti impiegati, agli strumenti e alle procedure utilizzati, al livello di preparazione e di conoscenze ritenute adeguate alle mansioni svolte e alle responsabilità assunte o assegnate, proponendo al Consiglio di amministrazione gli opportuni atti organizzativi.

La Funzione finanza (dotata, al momento dell'acquisizione delle informazioni per il presente referto, di 2 risorse ivi incluso il relativo responsabile) presenta le seguenti competenze:

- contribuisce all'impostazione della politica di investimento attraverso:
 - l'elaborazione delle proposte relative al DPI, all'ALM, all'AAS e all'AAT;
 - il monitoraggio della politica di investimento stessa, proponendo anche le modifiche che si rendessero necessarie in base agli sviluppi del mercato e agli obiettivi previdenziali dell'Ente;
- analizza le opportunità di investimento/disinvestimento delle risorse finanziarie, da proporre alla Commissione investimenti e al Consiglio di amministrazione;

l'effettività e l'efficacia delle procedure (c.d. modello di gestione);

- elabora le proposte per l'aggiornamento del modello di gestione, ivi incluse quelle inerenti alle procedure di controllo della gestione finanziaria;
- esegue gli *audit* sulla contabilità titoli predisposta dalla Funzione contabilità e bilancio;
- verifica la correttezza dei flussi informativi predisposti dalla Funzione finanza.

In base alle previsioni contenute nel sopra citato "Modello di *Risk Management*", essa assolve anche al ruolo di *risk manager*, competente a verificare il rispetto di tale modello (e delle connesse procedure) e a relazionarne periodicamente al Consiglio di amministrazione.

- cura la predisposizione degli strumenti contrattuali successivi alle decisioni di investimento/disinvestimento;
- assicura la gestione amministrativa del portafoglio titoli;
- redige periodicamente il rapporto sugli investimenti al fine di fornire agli organi competenti, dati e informazioni utili alla valutazione delle *performance* e dei rischi;
- mantiene l'archivio gestionale relativo agli investimenti/disinvestimenti effettuati, provvedendo altresì al monitoraggio degli stessi;
- svolge l'attività istruttoria per la selezione dei gestori e sottopone al Consiglio di amministrazione le proposte di affidamento/revoca dei mandati;
- collabora con i soggetti coinvolti nel processo di investimento al fine di fornire il supporto necessario per gli aspetti concernenti le strategie da attuare, le operazioni da eseguire e i risultati degli investimenti;
- collabora con la Funzione di controllo al fine di fornire il supporto necessario per la verifica del rispetto del Regolamento e delle procedure per la gestione degli investimenti;
- supporta la Funzione contabilità e bilancio (13) nella predisposizione e invio della reportistica richiesta dalle Autorità di Vigilanza;
- assiste la Funzione contabilità e bilancio nella predisposizione del progetto di bilancio con riferimento alla corretta classificazione e valorizzazione del patrimonio, anche ai fini della valutazione di possibili riduzioni durevoli del valore delle singole attività detenute;
- redige, coerentemente con il DPI, il *budget* degli investimenti per i bilanci di previsione, in collaborazione con la Funzione contabilità e bilancio.

L'advisor finanziario, se richiesto:

- fornisce una valutazione indipendente dell'andamento dei mercati finanziari;
- supporta la Funzione finanza nell'analisi delle opportunità di investimento/disinvestimento delle risorse finanziarie;
- coadiuva la Funzione finanza nello sviluppo del sistema di controllo del rischio;
- supporta, insieme all'*advisor* attuariale, la Funzione finanza nella predisposizione dell'ALM;
- coadiuva la Funzione finanza nella predisposizione dell'AAS e dell'AAT;
- fornisce valutazioni e collabora con la Funzione finanza nella predisposizione degli strumenti contrattuali;
- collabora con la Funzione finanza nella redazione del DPI.

I Gestori presentano le seguenti competenze:

- investono le risorse finanziarie secondo le finalità del mandato ricevuto;
- informano l'Ente periodicamente sull'andamento della gestione in relazione al mandato ricevuto e tempestivamente di qualsiasi sviluppo che potrebbe incidere in modo rilevante sulla relativa capacità di eseguire le funzioni esternalizzate in maniera efficace e in

(13) Il Regolamento attribuisce a tale Funzione le seguenti competenze:

- aggiorna periodicamente la contabilità speciale titoli e quella civilistica, anche per il tramite del *service* amministrativo;
- verifica contabilmente le operazioni finanziarie anche per il tramite del depositario;
- redige con periodicità infra annuale situazioni contabili a supporto della Funzione finanza;
- collabora con la Funzione finanza nella redazione del *budget* degli investimenti;
- redige annualmente il bilancio contabile soggetto a certificazione;
- fornisce i dati richiesti dalle Autorità di Vigilanza con il supporto della Funzione finanza;
- supporta, insieme all'*advisor* attuariale, la Funzione finanza nella predisposizione dell'ALM.

conformità con la normativa e i requisiti vigenti.

Lettere B e C **Composizione del patrimonio distinto in mobiliare e immobiliare;**
Disaggregazione delle due componenti per tipologia di investimento.

VALORI CONTABILI

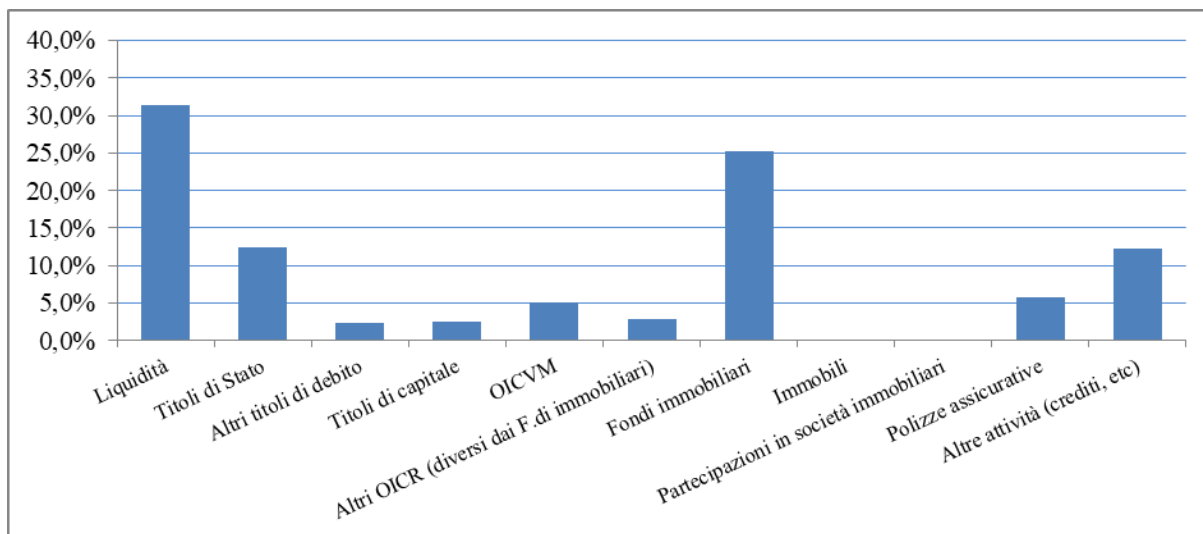
Al 31 dicembre 2017 le attività totali detenute dall'Ente ammontano a 1.320,3 mln di euro, in aumento di 102,9 mln di euro rispetto alla fine del 2016 (pari all'8,5%).

Il patrimonio – inteso come differenziale tra le suddette attività e le passività non rappresentative di impegni connessi all'erogazione, a qualunque titolo, di prestazioni a favore della platea di riferimento (37,7 mln di euro) – ammonta a 1.282,6 mln di euro (pari al 97,1% delle attività totali), in aumento di 103,4 mln di euro rispetto alla fine del 2016 (pari all'8,8%).

La tavola e il grafico seguenti rappresentano la composizione analitica delle suddette attività (14):

Composizione delle attività a valori contabili e altri dati patrimoniali. (dati di fine anno; importi in migliaia di euro)				
	2016		2017	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	461.564	37,9	415.031	31,4
Titoli di Stato	65.230	5,4	165.214	12,5
Altri titoli di debito	29.308	2,4	30.386	2,3
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	29.308	2,4	30.386	2,3
Titoli di capitale	32.894	2,7	33.112	2,5
- quotati	157	..	-	-
- non quotati	32.737	2,7	33.112	2,5
OICR	430.861	35,4	436.473	33,1
- OICVM	154.755	12,7	65.343	5,0
- Altri OICR	276.106	22,7	371.130	28,1
di cui: Fondi immobiliari	245.404	20,2	332.944	25,2
Immobili	-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	45.825	3,8	77.405	5,9
Altre attività (crediti, etc)	151.652	12,4	162.643	12,3
Totale	1.217.334	100,0	1.320.264	100,0
Passività e patrimonio				
Passività	38.144		37.655	
Patrimonio	1.179.190		1.282.609	
Totale	1.217.334		1.320.264	

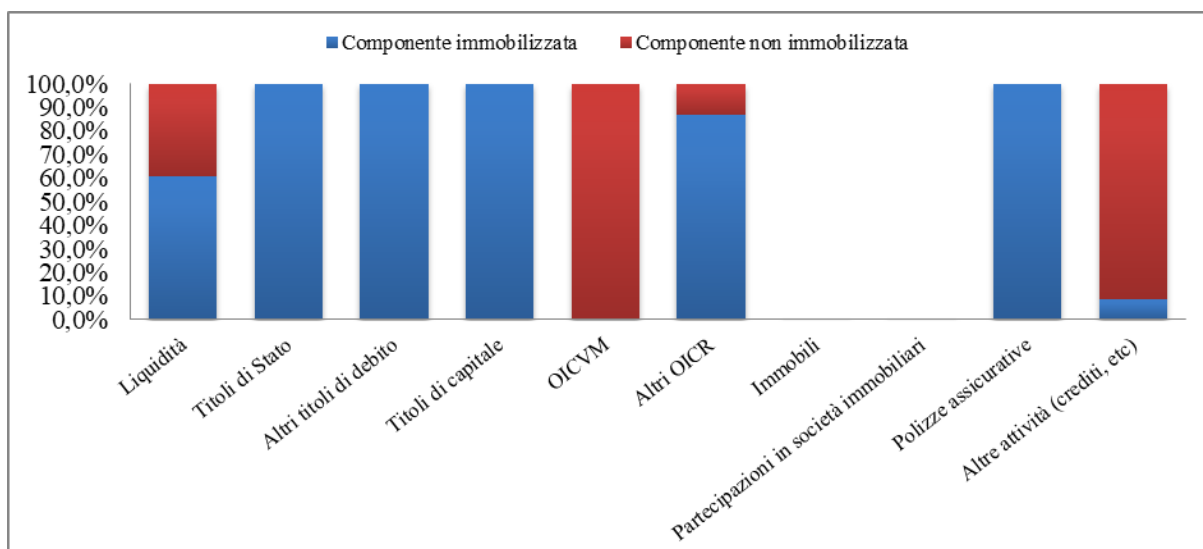
(14) Va rilevato incidentalmente che in occasione della segnalazione dei dati sul 2017 è stato variato il valore inerente al 2016 del deposito vincolato con scadenza ottobre 2018, in quanto ricomprendeva erroneamente anche l'ammontare dei depositi cauzionali su locazioni passive. Dal momento che tale deposito è stato indicato dall'Ente – nelle segnalazioni qui trasmesse – tra le “Altre attività”, ma è stato poi ricompreso nella “Liquidità”, il suddetto intervento ha comportato una variazione nel valore contabile inerente al 2016 di entrambe queste voci (rispettivamente in aumento e in diminuzione).



Delle suddette attività totali, 892,6 mln di euro (pari al 67,6%) costituiscono immobilizzazioni; di queste, le attività mobiliari hanno registrato, nell'anno di riferimento, riprese di valore per 653 mila euro (29 mila euro nel 2016).

L'attivo circolante ammonta a 427,6 mln di euro (pari al 32,4%); le attività mobiliari in esso presenti hanno registrato, nell'anno di riferimento, riprese di valore per 203 mila euro (158 mila euro nel 2016) e svalutazioni per 2,7 mln di euro (assenti nel 2016).

Si riporta di seguito il grafico rappresentativo, per ciascuna classe di attività detenuta, della componente immobilizzata (15) e di quella non immobilizzata:



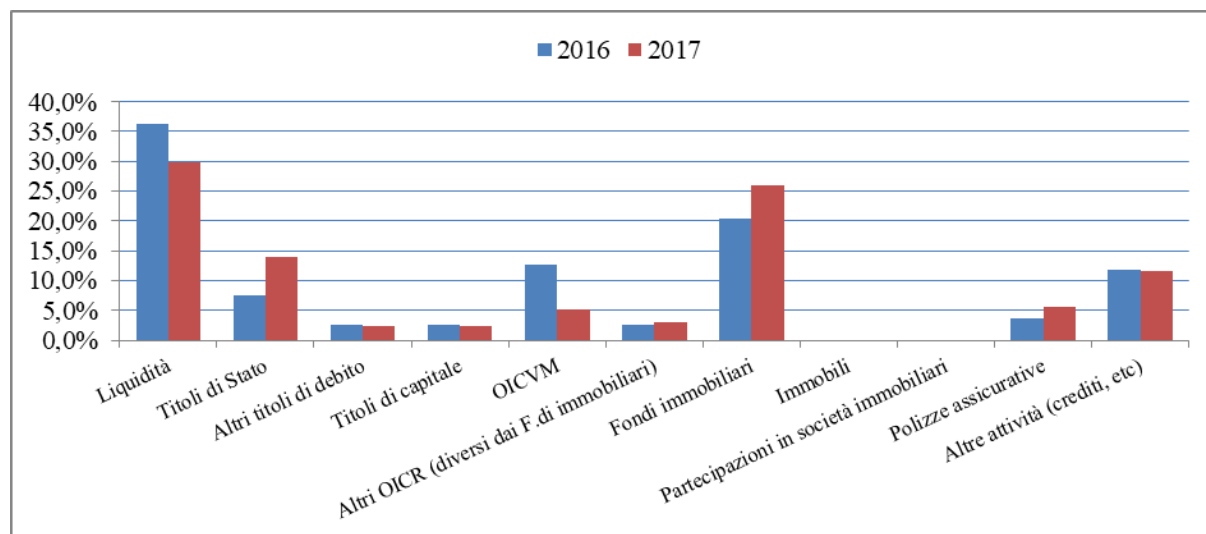
VALORI DI MERCATO

Al 31 dicembre 2017 le attività totali detenute dall'Ente ammontano a 1.390,8 mln di euro, in aumento di 114,2 mln di euro rispetto alla fine del 2016 (pari all'8,9%). Il valore di mercato delle attività totali è quindi superiore a quello contabile di 70,5 mln di euro; tale differenza è principalmente riconducibile ai titoli di Stato e ai fondi immobiliari.

(15) Per la liquidità, tale componente rappresenta il sopra menzionato deposito vincolato (per un valore di 251,1 mln di euro) che l'Ente – come già evidenziato in precedenza – ha indicato, nelle segnalazioni qui trasmesse, tra le “Altre attività”.

La tavola e il grafico seguenti rappresentano la composizione analitica delle suddette attività:

Composizione delle attività a valori di mercato. (dati di fine anno; importi in migliaia di euro)				
	2016		2017	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	461.564	36,2	415.031	29,8
Titoli di Stato	97.173	7,6	193.818	13,9
Altri titoli di debito	32.363	2,5	33.614	2,4
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	32.363	2,5	33.614	2,4
Titoli di capitale	32.894	2,6	33.112	2,4
- quotati	157	..	-	-
- non quotati	32.737	2,6	33.112	2,4
OICR	454.804	35,6	474.948	34,2
- OICVM	162.255	12,7	70.865	5,1
- Altri OICR	292.549	22,9	404.083	29,1
di cui: Fondi immobiliari	259.244	20,3	361.329	26,0
Immobili	-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	45.825	3,6	77.405	5,6
Altre attività (crediti, etc)	151.936	11,9	162.870	11,7
Totale	1.276.559	100,0	1.390.798	100,0



La tavola seguente rappresenta la variazione, tra 2016 e 2017, del peso delle singole *asset class* detenute sulle attività totali:

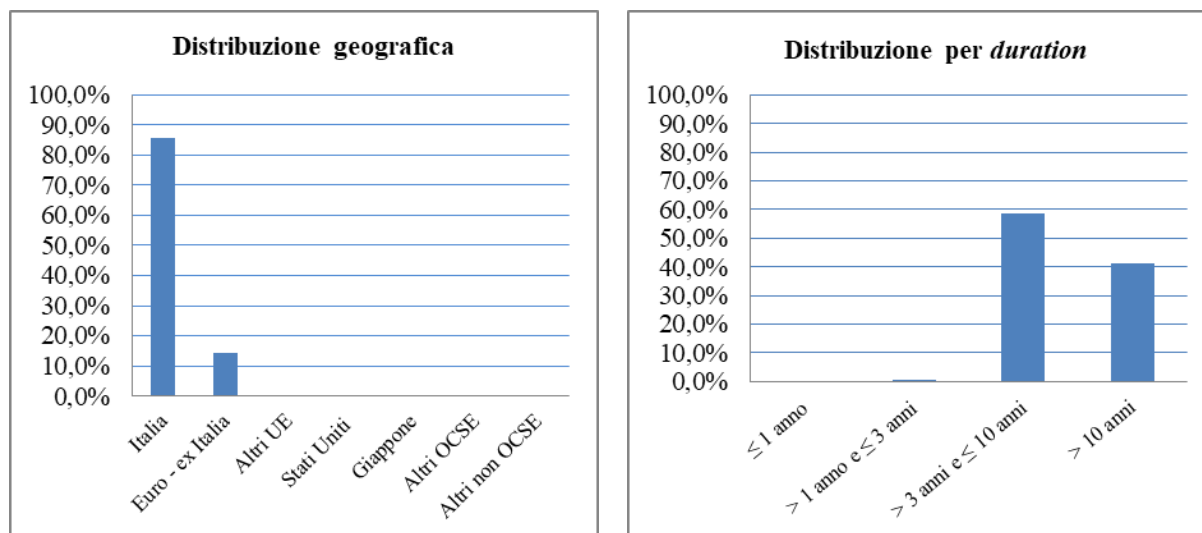
Variazione 2016-2017 del peso delle asset class. (dati di fine anno in punti percentuali)		
Attività	p.p.	
Liquidità	-6,4	↓
Titoli di Stato	6,3	↑
Altri titoli di debito	-0,1	↓
- non quotati	-0,1	↓
Titoli di capitale	-0,2	↓
- quotati	0,0	↔
- non quotati	-0,2	↓
OICR	-1,4	↓
- OICVM	-7,6	↓
- Altri OICR	6,2	↑
di cui: Fondi immobiliari	5,7	↑
Polizze assicurative	2,0	↑
Altre attività (crediti, etc)	-0,2	↓

Al riguardo va in particolare evidenziato che il peso della liquidità, nonostante la riduzione registrata nell'anno in esame, risulta ancora molto significativo. Sul punto va rilevato incidentalmente che tale situazione, ove perdurasse nel tempo con il conseguente protrarsi di un ampio sovrappeso rispetto all'assetto strategico definito funzionalmente all'obiettivo di perseguire una redditività idonea ad assicurare la sostenibilità del regime previdenziale dell'Ente, potrebbe compromettere l'effettiva realizzazione di tale obiettivo.

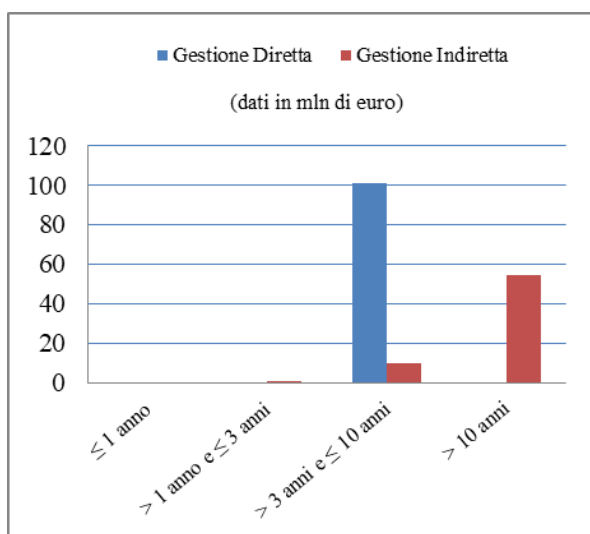
Caratteristiche titoli di debito

I titoli di debito ammontano a 227,4 mln di euro, pari al 16,3% delle attività totali, e sono costituiti per l'85,2% da titoli di Stato e per il 14,8% da titoli *corporate*.

I titoli di Stato ammontano a 193,8 mln di euro, pari al 13,9% delle attività totali, e presentano le seguenti caratteristiche:



I titoli di Stato italiani ammontano a 166,2 mln di euro, di cui 101,1 mln di euro detenuti direttamente dall'Ente (il restante fa capo ai mandati di gestione in essere). Sotto il profilo della vita residua a scadenza, tali titoli presentano le seguenti caratteristiche:



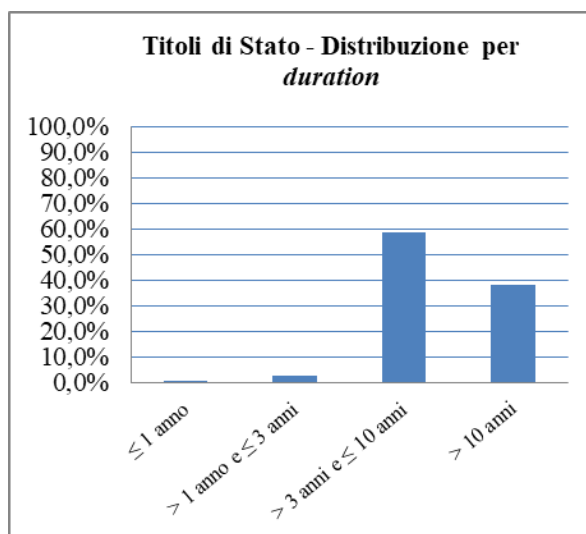
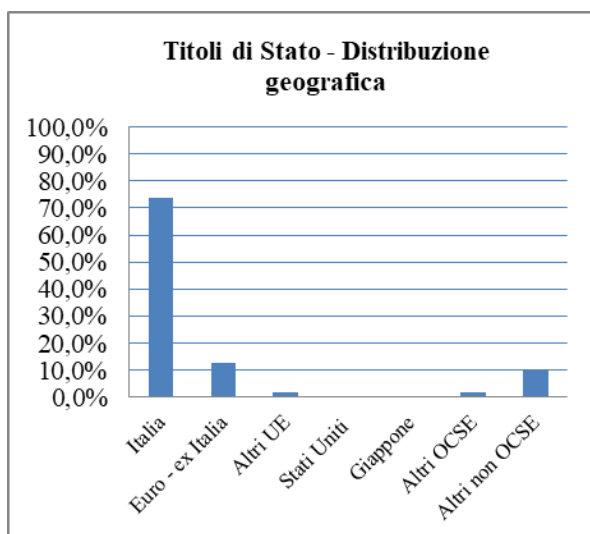
Gli altri titoli di debito – esclusivamente non quotati – ammontano a 33,6 mln di euro, pari al 2,4% delle attività totali, e sono costituiti da due note strutturate: una, senza garanzia di restituzione del capitale investito, con scadenza 2020 e indicizzazione legata a indici azionari; l'altra con garanzia di restituzione – a scadenza (2022) – del capitale investito e indicizzazione legata al merito di credito di una banca italiana e a un indice rappresentativo di una strategia *multiasset* a ritorno assoluto.

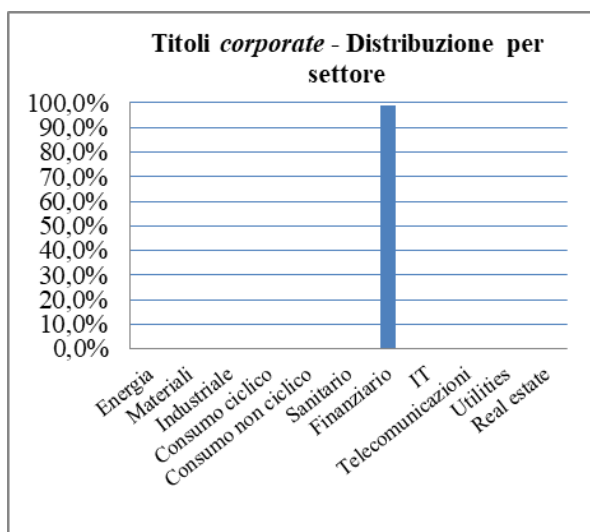
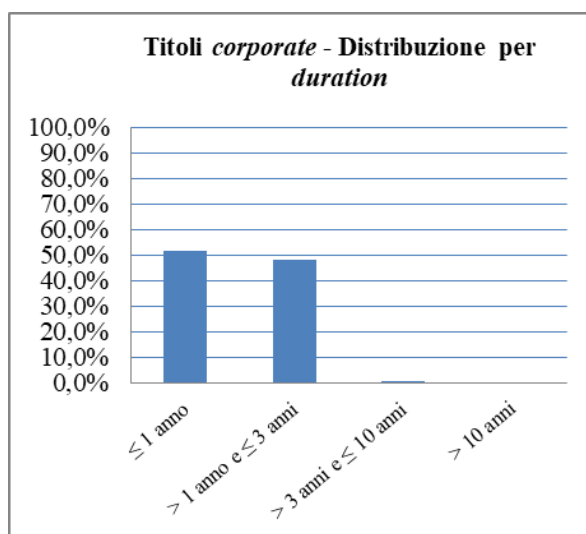
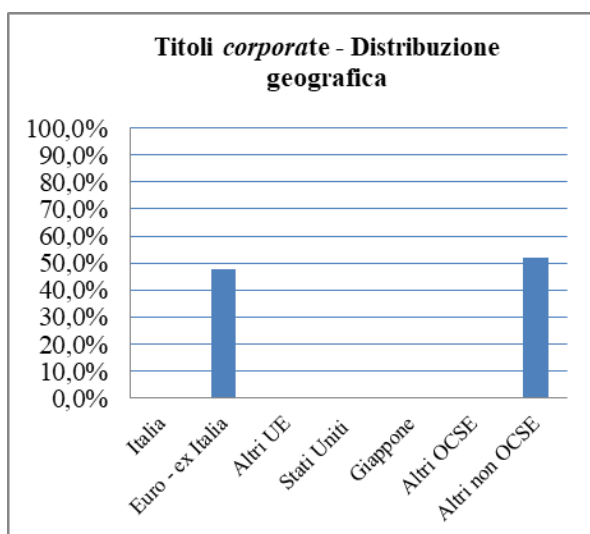
Caratteristiche titoli di capitale

I titoli di capitale – integralmente non quotati – ammontano a 33,1 mln di euro, pari al 2,4% delle attività totali, e sono sostanzialmente rappresentativi della partecipazione (paritetica insieme a CIPAG e INARCASSA) nella società Arpinge S.p.A..

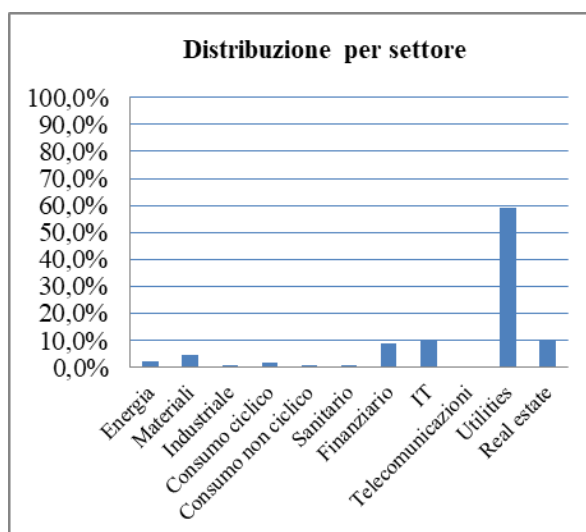
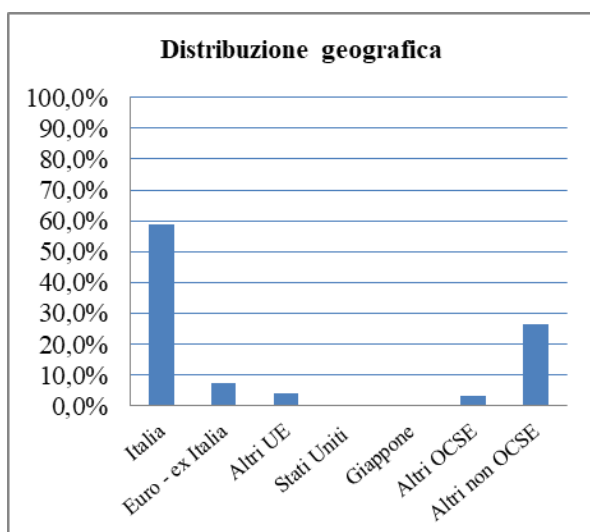
Caratteristiche titoli di debito e di capitale con look through degli OICVM

Tenendo conto anche dei titoli di debito – che peraltro non si riferiscono a emittenti domestici – presenti negli OICVM detenuti (31,5 mln di euro), l'esposizione obbligazionaria complessiva arriva a 258,9 mln di euro, pari al 18,6% delle attività totali, e risulta costituita per l'86,9% da titoli di Stato e per il 13,1% da titoli *corporate*. Tale componente presenta le seguenti caratteristiche:



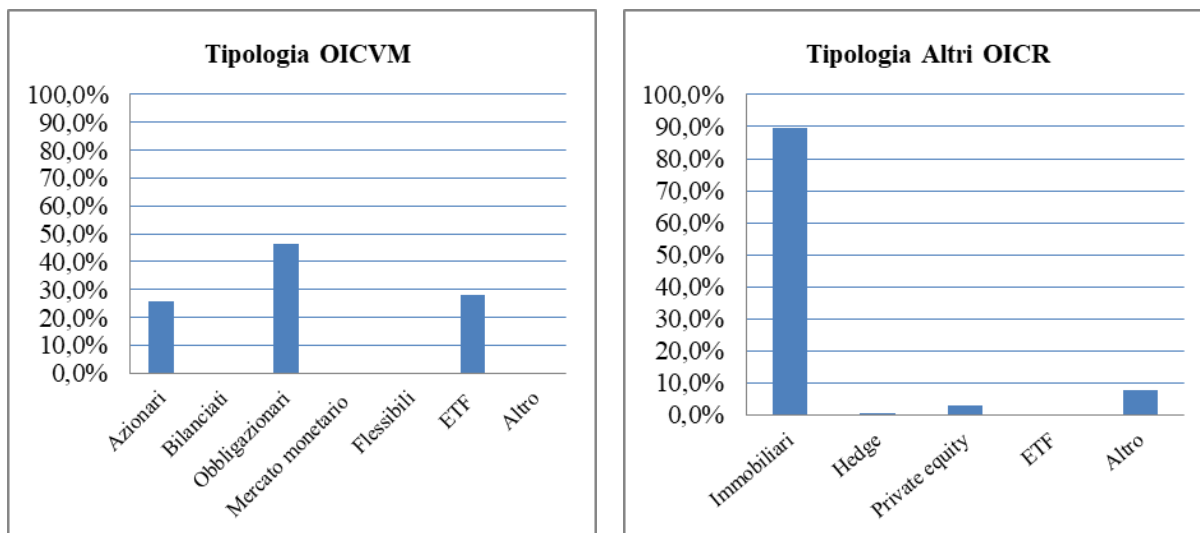


Tenendo conto anche dei titoli di capitale – che peraltro sostanzialmente non si riferiscono ad aziende domestiche – presenti negli OICVM detenuti (23,4 mln di euro), l'esposizione azionaria complessiva arriva a 56,5 mln di euro, pari al 4,1% delle attività totali. Tale componente presenta le seguenti caratteristiche:



Caratteristiche OICR

Gli OICR ammontano a 474,9 mln di euro, pari al 34,2% delle attività totali, e sono rappresentati da OICVM per 70,9 mln di euro (14,9%) e da altri strumenti finanziari per 404 mln di euro (85,1%); per quest'ultimi sussistono inoltre 8 mln di euro di residui impegni di sottoscrizione. Gli OICR presentano le seguenti caratteristiche:



La voce “Altro” è costituita da due fondi che investono rispettivamente in energie rinnovabili ed in proprietà boschive.

I fondi immobiliari – unica forma di investimento dell’Ente nel *real estate* – ammontano a 361,3 mln di euro, pari al 26% delle attività totali, e fanno riferimento a 6 posizioni rappresentative di fondi o comparti del medesimo fondo, di tipo chiuso (tranne un caso di tipo aperto) e di diritto italiano (una), maltese (una) e lussemburghese (quattro). Un fondo (Fedora), rappresentativo del 58,9% di tale forma d’investimento, è detenuto dall’Ente per il 95,75% e costituisce peraltro la prima posizione con il maggior peso all’interno del portafoglio mobiliare (con un’incidenza sulle attività totali pari al 15,3%). Per le restanti, la quota detenuta varia da un minimo dell’1,96% a un massimo del 31,2% (16); di queste, due rappresentano peraltro la

(16) Tale quota si riferisce all’investimento – disposto con delibera consiliare n. 523 del 22 maggio 2013 – nel comparto Kappa della SICAV Futura Funds (gestita da Futura Investment Management) che, come risultante dal bilancio consuntivo 2017, presenta un valore di mercato pari a 4,65 mln di euro a fronte dei 5 mln di euro rappresentativi dell’originario valore di acquisto (che peraltro è quello indicato dall’Ente, nelle segnalazioni qui trasmesse, al posto di quello, appunto, di mercato). In relazione a tale investimento l’Ente ha fatto presente – nell’ambito della lettera del 24 gennaio 2018 con cui ha dato riscontro alla richiesta di informazioni formulata dalla scrivente Commissione con nota prot. 137 del precedente 11 gennaio – che:

- in relazione all’articolo di stampa del 10 dicembre 2017 facente riferimento a talune criticità afferenti alla suddetta SICAV e al relativo gestore (in particolare, divieto di raccolta di nuovi capitali imposto a quest’ultimo da una direttiva dell’Autorità di vigilanza maltese, remissione del proprio incarico da parte della banca depositaria e mancato pagamento della prevista cedola annuale del 7% inerente al 2017), aveva prontamente provveduto a richiedere raggugli al gestore medesimo;
- con nota del 15 dicembre 2017 il gestore aveva rappresentato che:
 - la direttiva emessa dall’Autorità di vigilanza maltese – dallo stesso impugnata presso il tribunale finanziario di Malta – gli aveva impedito unicamente di lanciare nuovi comparti e di raccogliere nuove sottoscrizioni da parte di potenziali nuovi investitori, limitando di fatto la sua attività al *business* e ai comparti già esistenti della SICAV; ciò, fermo restando il fatto che lo stesso avesse

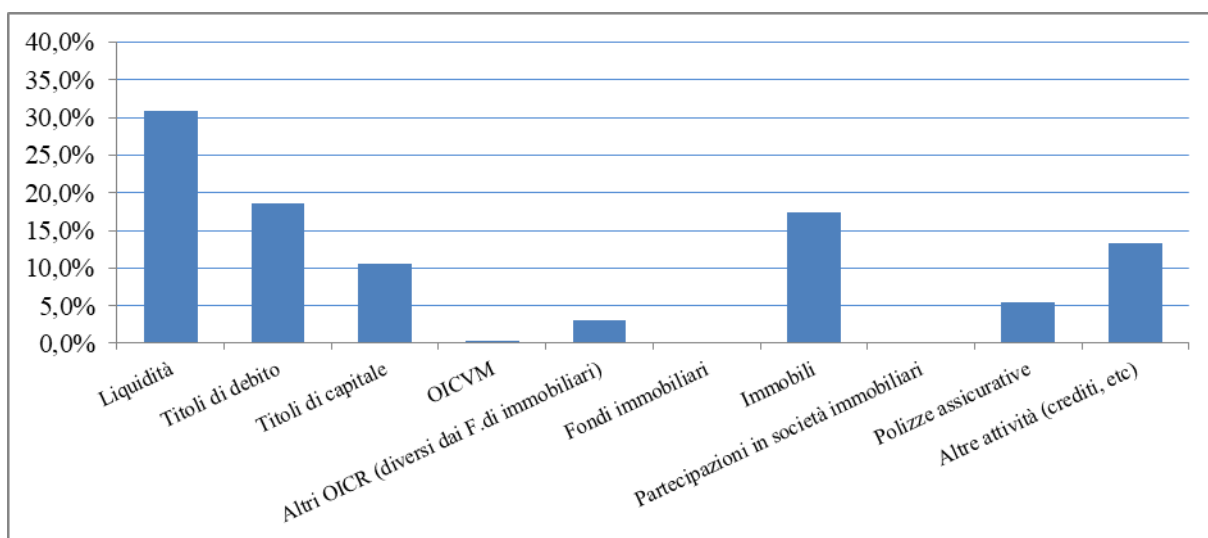
terza e la quarta posizione con il maggior peso all'interno del portafoglio mobiliare (con un'incidenza sulle attività totali rispettivamente pari al 4,3% e al 3,7%).

Le attività rappresentative del complessivo investimento in OICR diversi dagli OICVM fanno principalmente capo a Prelios SGR (212,7 mln di euro, pari al 52,6%), in qualità di gestore del fondo Fedora, e a Optimum Asset Management S.A. (92,1 mln di euro, pari al 22,8%), in qualità di gestore del fondo immobiliare lussemburghese di cui l'Ente è quotista di tre comparti.

Si rappresenta infine che tra le "Altre attività" è presente un investimento in oro fisico per un ammontare di 10,4 mln di euro, pari allo 0,7% degli attivi totali.

* * *

Da ultimo, si ritiene utile fornire di seguito la rappresentazione della composizione delle attività dell'Ente tenendo conto delle diverse *asset class* in cui risultano investiti gli OICVM e i fondi immobiliari detenuti (cd. *look through*) (17):



comunque piena capacità legale e operativa per proseguire l'attività di gestione della stessa;

- nel corso del 2017 era stata posta in essere, con successo, la sostituzione della banca depositaria della SICAV (passata da Bank of Valletta a REYL & Cie ltd), con conseguente trasferimento degli attivi da una all'altra;
- avrebbe provveduto, nelle successive settimane, al pagamento della cedola annuale del 7% inerente al 2017;
- era stato in grado di trovare le risorse finanziarie necessarie per il completamento del progetto di sviluppo immobiliare – oggetto del comparto in questione – afferente al palazzo ex sede della borsa di Budapest, il cui termine era stato nel frattempo differito, dal nuovo *business plan*, al 2021/2022 (dall'originario 2017) allineando conseguentemente la data stimata di liquidazione del comparto stesso;
- nonostante le rassicurazioni ricevute dal gestore, avrebbe comunque continuato a monitorare attentamente l'investimento.

(17) Si fa presente che, ai fini di tale rappresentazione, le passività gravanti sui fondi immobiliari sono state imputate proporzionalmente sulle diverse *asset class* da essi detenute. Si precisa inoltre che nel grafico gli OICVM rappresentano quelli di livello superiore al primo.

Lettera
D

Risultato della gestione finanziaria, evidenziando i fattori positivi o negativi che hanno contribuito a determinare il risultato stesso, nonché iniziative assunte con riguardo agli eventi che hanno inciso negativamente sul risultato conseguito.

Il rendimento netto a valori contabili della gestione finanziaria (inerente alla sola componente mobiliare stante l'assenza di immobili di proprietà) è pari al 2,38% (3,23% nel 2016), mentre a valori di mercato è pari al 4,57% (5,09% nel 2016).

* * *

Relativamente poi ai principali fattori positivi e negativi che hanno inciso sul risultato della gestione finanziaria realizzato nel 2017, l'Ente ha evidenziato:

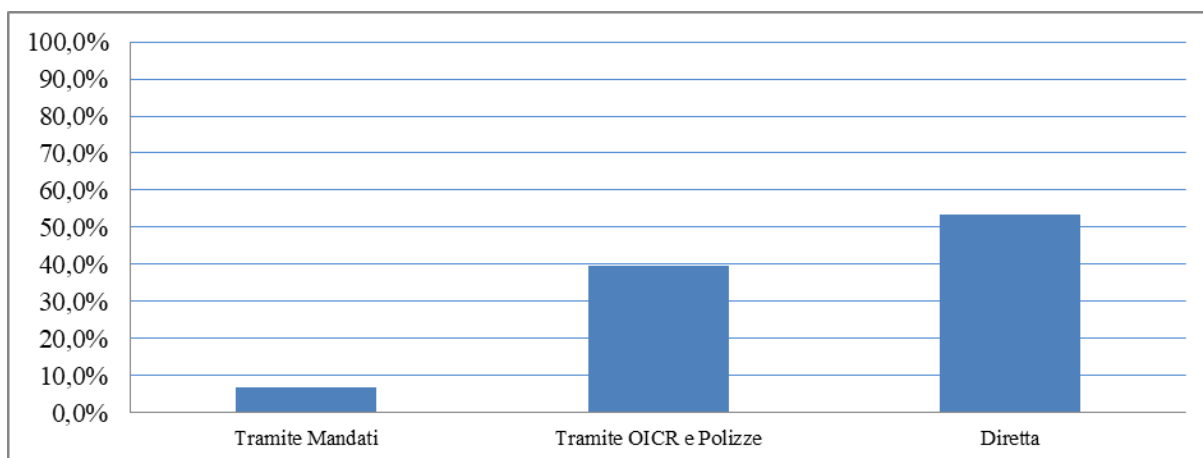
- quali fattori positivi: il flusso cedolare di 7,7 mln di euro del portafoglio governativo italiano e francese; i proventi per oltre 11,4 mln di euro corrisposti principalmente dagli OICR obbligazionari paesi emergenti e immobiliari; le plusvalenze per oltre 3 mln di euro derivanti dalla vendita di titoli governativi francesi e tedeschi; le plusvalenze per 12,3 mln di euro derivanti dalla vendita di OICR obbligazionari e azionari area euro e paesi emergenti, nonché dal rimborso di quote di un OICR infrastrutturale;
- quali fattori negativi: le minusvalenze da valutazione per 2,7 mln di euro inerenti agli OICR obbligazionari paesi emergenti.

Lettera
E

Modalità seguite nella gestione diretta e/o indiretta, con evidenza degli advisor e gestori che hanno partecipato al processo di investimento e delle modalità di selezione e remunerazione degli stessi.

A fine 2017 le attività gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a 93,5 mln di euro pari al 6,7% delle attività totali, in diminuzione rispetto ai 98 mln di euro del 2016; esse sono costituite pressoché integralmente da titoli di Stato.

Si ritiene utile evidenziare che, tenendo conto anche degli OICR detenuti direttamente dall'Ente e delle polizze assicurative, l'ammontare di risorse gestite da intermediari specializzati arriva a 645,9 mln di euro (corrispondente al 46,4% delle attività totali). Il grafico seguente rappresenta la ripartizione delle attività tra le tre modalità di gestione prese in considerazione:



Alla fine dell'anno di riferimento risultano presenti 2 gestori (invariati rispetto al 2016): Amundi SGR e BNP Paribas Investment Partners SGR con una quota di risorse in gestione rispettivamente pari al 37,8% e al 62,2%.

In relazione ai suddetti gestori (a cui sono state corrisposte, nell'anno in esame, commissioni per 46 mila euro) si forniscono le seguenti informazioni:

Gestore	Tipologia mandato	Commissione gestione annua	Commissione performance	Modalità selezione	Scadenza mandato
Amundi SGR	Obbligazionario governativo area euro	0,029%	-	Gara a inviti ex art. 27 d.lgs. 163/2006	18/12/2018 (18)
BNP Paribas Investment Partners SGR	Obbligazionario governativo area euro	0,055%	-	come sopra	come sopra

L'Ente si avvale, in qualità di *advisor* finanziario, della società Prometeia Advisor SIM, selezionata tramite procedura negoziata ai sensi dell'art. 36, comma 2, lettera b) del d.lgs. 50/2016; il relativo contratto, avente scadenza 16 febbraio 2020, prevede un compenso – inerente all'intero triennio di riferimento – di 108 mila euro (oltre IVA).

L'Ente si avvale inoltre, in qualità di *service* amministrativo per la gestione contabile del portafoglio titoli, della società Previnet S.p.A., selezionata tramite procedura negoziata ai sensi dell'art. 36, comma 2, lettera b) del d.lgs. 50/2016; il relativo contratto, avente scadenza 30 giugno 2019, prevede un compenso – inerente all'intero triennio di riferimento – di 185 mila euro (oltre IVA).

Nell'anno in esame l'Ente si è inoltre avvalso dell'ulteriore attività di *advisory* prestata dai seguenti soggetti:

Denominazione	Tipologia incarico	Compenso	Modalità selezione
Studio legale Eversheds Sutherland	Parere inerente alla sottoscrizione del contratto di prestito titoli con il depositario	€ 5.000 (oltre oneri di legge)	Procedura ai sensi dell'art. 36, comma 2, lettera a) del d.lgs. 50/2016

**Lettera
F**

Sistemi di controllo adottati.

Soggetti coinvolti e relativi compiti

Sulla base delle previsioni contenute nel Regolamento e – fermi restando i rilievi formulati con la sopra citata nota prot. 5906 del 21 novembre 2018 – nel DPI menzionati alla precedente lettera A, il sistema di controllo della gestione finanziaria risulta incentrato sulla Funzione finanza; esso prevede anche il coinvolgimento del depositario.

Il Regolamento prevede in particolare che essa predisponga:

- con cadenza mensile:
 - la situazione complessiva del patrimonio, evidenziando gli strumenti finanziari e in generale gli *asset* di cui il patrimonio è composto con l'indicazione del controvalore di mercato;
 - i *report* degli indicatori di *performance* e di rischio per *asset class* e per strumento,

(18) Con delibera n. 535 del 21 settembre 2017, il Consiglio di amministrazione ha infatti esercitato l'opzione di proroga – rispetto all'originaria scadenza del 18 dicembre 2017 – per un ulteriore anno (peraltro, a livello contrattuale tale possibilità è contemplata anche per altri due anni, da esercitarsi comunque disgiuntamente entro il 30 settembre di ogni anno).

nonché per i gestori delegati;

- con cadenza trimestrale, il *report* di verifica dei vincoli di mandato assegnati ai gestori;
- il *report* di verifica del rispetto dell'AAS e dell'AAT (19).

Nel DPI vengono inoltre riportate le specifiche aree di indagine e i connessi indicatori da prendere in considerazione; tali elementi forniscono una rappresentazione sintetica dei contenuti della reportistica predisposta dalla Funzione finanza (su cui si tornerà subito dopo).

Si fa infine presente che il “Modello di *Risk Management*” citato nella precedente lettera A esplicita, per quanto riguarda i rischi finanziari, gli specifici profili da sottoporre a controllo, la periodicità del controllo e le soglie limite riferite a tali profili oltre le quali devono essere attuate le previste misure di intervento (c.d. *action plan*).

Strumenti e profili di analisi

Va preliminarmente rilevato che, al momento dell'acquisizione delle informazioni per il presente referto, non risultava ancora intervenuta la piena implementazione delle sopra richiamate previsioni del Regolamento, del DPI e del “Modello di *Risk Management*” in materia di monitoraggio della gestione finanziaria; situazione, questa, su cui ha inciso anche la circostanza che tali documenti sono stati definiti di recente.

Alla suddetta epoca, la reportistica predisposta dalla Funzione finanza continuava pertanto a essere rappresentata da:

- un *report* mensile recante indicatori di *performance* e di rischio per il portafoglio complessivo e per i relativi macro aggregati;
- un *report* settimanale per valutare l'andamento a prezzi di mercato del portafoglio complessivo, dei relativi macro aggregati e dei singoli strumenti finanziari detenuti (20).

Il *report* mensile, nella versione qui trasmessa riferita al 29 dicembre 2017, contiene:

- rendimento a valori di mercato e volatilità (deviazione standard) da inizio anno del portafoglio complessivo, della componente in gestione diretta e dei singoli mandati di gestione; viene inoltre fornita l'evoluzione nell'anno di riferimento del rendimento mensile (e di quello cumulato);
- evoluzione nell'anno di riferimento del rendimento contabile cumulato e della consistenza media mensile del portafoglio complessivo e, relativamente alla componente mobiliare e alla liquidità, del rendimento contabile mensile e della consistenza media mensile;
- per il portafoglio complessivo, per la componente in gestione diretta e per i singoli mandati di gestione, evidenza dei seguenti indicatori, in raffronto al *benchmark*, in alcuni casi anche nella loro evoluzione mensile dall'inizio dei controlli:
 - rendimento medio annualizzato, dall'inizio dei controlli, da inizio anno, dell'ultimo trimestre, dell'ultimo mese e dell'ultima settimana;
 - volatilità da inizio anno, volatilità con calcolo *rolling* 3 e 6 mesi, indice di Sharpe e di Sortino, *drawdown* massimo, coefficiente di asimmetria e curtosi e *value at risk* – VAR (su base giornaliera e intervallo di confidenza 99%);

(19) Per completezza si fa presente che il Regolamento prevede inoltre che la Funzione finanza predisponga l'elenco delle operazioni di investimento/disinvestimento diretto poste in essere nel semestre di riferimento; nella prima occasione utile, l'elenco delle operazioni approvate dal Consiglio di amministrazione per le quali sono sorti eventuali ostacoli in sede di attuazione; con cadenza bimestrale, lo stato di avanzamento degli investimenti deliberati.

(20) Con cadenza settimanale risultava predisposto anche un *report* per il monitoraggio delle giacenze liquide (ivi incluse quelle facenti capo ai gestori delegati).

- rappresentazione grafica del rapporto rendimento/volatilità;
- beta.

Il *report* settimanale, nella versione qui trasmessa riferita al 29 dicembre 2017, contiene le seguenti informazioni riferite alle macro classi di attività prese in considerazione (alternativi, *commodities*, obbligazioni *corporate*, obbligazioni paesi emergenti, azioni paesi emergenti, azioni globali, infrastrutture, obbligazioni governative, polizze assicurative, *private equity*, *real estate* e obbligazioni strutturate) e ai singoli strumenti finanziari in esse presenti:

- valore di mercato alla data di riferimento;
- variazione percentuale del valore di mercato rispetto al valore contabile alla fine dell'anno precedente (o alla data di acquisto);
- plus/minusvalenze maturate rispetto al valore contabile alla fine dell'anno precedente (o alla data di acquisto); tale informazione viene fornita anche con riguardo al portafoglio complessivo;
- variazione percentuale del valore di mercato rispetto a quello della fine dell'anno precedente;
- plus/minusvalenze maturate rispetto al valore di mercato alla fine dell'anno precedente; tale informazione viene fornita anche con riguardo al portafoglio complessivo.

Lettera G *Banca, distinta dal gestore, scelta per il deposito delle risorse affidate in gestione, nonché le modalità di selezione della stessa.*

L'Ente si avvale di BNP Paribas Securities Services – selezionata (congiuntamente con l'ENPAPI) tramite procedura aperta ai sensi dell'art. 60 del d.lgs. 50/2016 – come depositario di un ammontare di risorse pari a 814 mln di euro che comprende, oltre alle attività in gestione delegata, 720,5 mln di euro riferibili alle attività detenute direttamente.

Il relativo contratto, che si configura come accordo quadro ai sensi dell'art. 54 del d.lgs.50/2016, è stato perfezionato in data 11 gennaio 2018 per una durata di 4 anni (prorogabile per un massimo di due volte consecutive, ciascuna per un periodo di 12 mesi). Per completezza si fa presente che con la suddetta società era in essere un precedente contratto che per l'anno in esame ha determinato un compenso pari a 143 mila euro.

Il nuovo contratto prevede la seguente struttura commissionale:

TIPOLOGIA SERVIZIO	SPECIFICA SERVIZIO	COSTO
Servizio base di custodia	Titoli diversi dai titoli italiani, dagli OICVM UCITS, dagli ETF e dai FIA	0,0075% (annuale)
	Titoli italiani, OICVM UCITS ed ETF	0,00675% (annuale)
	FIA	0,00665% (annuale)
Servizio opzionale di intermediazione/ negoziazione finanziaria	Mercati azionari domestici	0,080%
	Mercati azionari esteri	0,120%
	Mercati obbligazionari elettronici – governativi domestici	0,016%
	Mercati obbligazionari elettronici – titoli <i>corporate</i>	0,024%
	Mercati obbligazionari elettronici – governativi esteri	0,024%
	Mercati obbligazionari OTC	0,040%
Servizio opzionale di misurazione delle <i>performance</i> e del rischio		1.000 euro mensile (oltre IVA)

Tasso di rendimento medio delle attività, realizzato nell'ultimo quinquennio, nonché risultati attesi dall'ultimo piano degli investimenti adottato, da prendere a riferimento ai sensi del decreto ministeriale 29 novembre 2007.

Nel quinquennio 2013-2017 il rendimento netto medio annuo composto a valori contabili della gestione finanziaria (inerente alla sola componente mobiliare, essendosi completata a novembre 2012 l'operazione di apporto al fondo Fedora degli immobili di proprietà dell'Ente all'epoca destinati a locazione) è pari al 2,13%. Nello stesso arco temporale il rendimento netto medio annuo composto a valori di mercato è pari al 4,42%.

Relativamente all'ultimo bilancio tecnico predisposto, l'Ente ha fatto presente che si tratta di quello riferito al 31 dicembre 2014, redatto a gennaio 2016 ipotizzando un tasso di rendimento nominale pari al 2,44%, in presenza di un valore di inflazione posto pari al 2%.

In merito all'ultima AAS adottata, l'Ente ha fatto riferimento a quella adottata a novembre 2017 (richiamata nella precedente lettera A) che presenta un tasso di rendimento annuo atteso della componente mobiliare (unica da prendere in considerazione stante l'assenza di immobili di proprietà) pari al 3,9%.