

All'Ente di Previdenza dei Periti industriali e dei Periti  
Industriali Laureati (**EPPI**)  
[segreteria generale@epi.it](mailto:segreteria generale@epi.it)

e p.c.

Al Ministero dell'Economia e delle Finanze  
Dipartimento RGS - IGF - Ufficio VIII  
[ufficiocoordinamento.ragioniere generale@mef.gov.it](mailto:ufficiocoordinamento.ragioniere generale@mef.gov.it)

Al Capo di Gabinetto del Ministero del lavoro e delle  
politiche sociali  
[seggabinetto@lavoro.gov.it](mailto:seggabinetto@lavoro.gov.it)

C.d.g.: 13.07

Classif.: EPPI- REF- COVIP2019

All. n. 1

**OGGETTO: EPPI – Relazione COVIP ai sensi dell'art. 2, comma 1, D.M. 5 giugno 2012.**

La COVIP, con nota prot. 5500 del 11.12.2020, in ottemperanza a quanto disposto dall'art. 2, comma 1, D.M. 5 giugno 2012, ha inviato ai Ministeri vigilanti la relazione riguardante il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio di codesto Ente, riferita all'anno 2019, corredata dalle schede di rilevazione e dagli ulteriori documenti raccolti ai fini dell'analisi.

Nell'inoltrare la relazione integrale, si invita a valutare nel dettaglio gli aspetti di criticità evidenziati dalla Commissione al fine di trarne elementi utili per porre in essere i necessari interventi correttivi e a far conoscere alle Amministrazioni vigilanti le iniziative programmatiche che si valuterà di adottare al riguardo.

IL DIRETTORE GENERALE  
Dott.ssa Concetta FERRARI

**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 2019



**COVIP**

COMMISSIONE DI VIGILANZA  
SUI FONDI PENSIONE

---

---

## **SCHEDA 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.

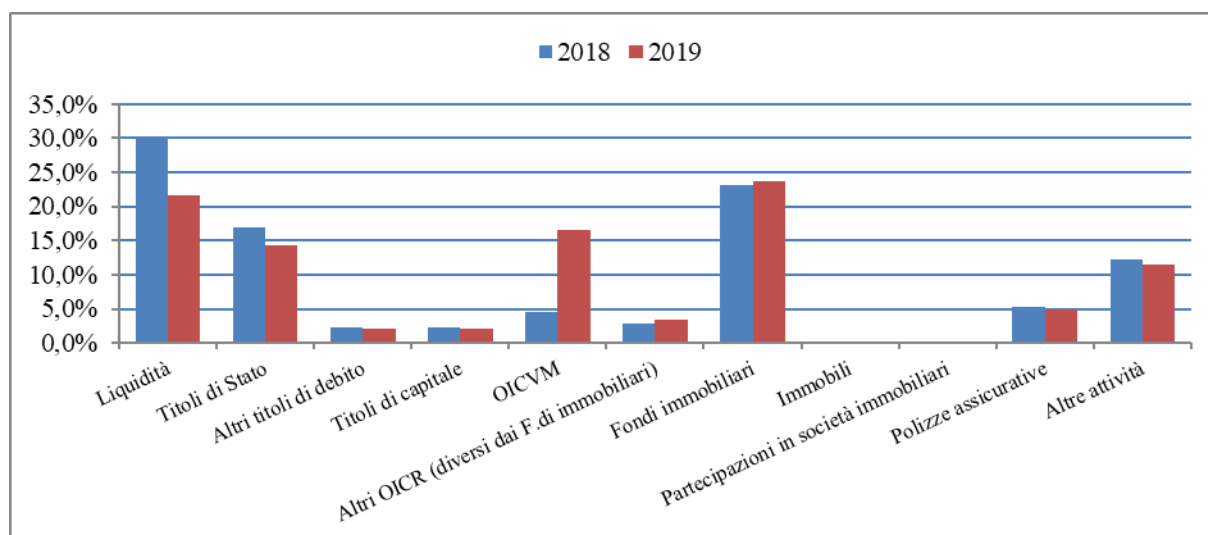
\* \* \*

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.

<b>COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO</b>
-------------------------------------

Come emerge dalla tavola che segue, al 31 dicembre 2019 le attività totali detenute dall'Ente ammontano, a valori di mercato, a 1.636,6 mln di euro, in aumento di 160,6 mln di euro rispetto alla fine del 2018 (pari al 10,9%).

Composizione delle attività a valori di mercato. (dati di fine anno; importi in migliaia di euro)	2018		2019	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità (1)	448.172	30,3	353.829	21,6
Titoli di Stato	250.109	16,9	233.495	14,3
Altri titoli di debito	33.371	2,3	34.912	2,1
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.371	2,3	34.912	2,1
Titoli di capitale	33.480	2,3	33.480	2,0
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.480	2,3	33.480	2,0
OICVM	67.271	4,6	271.070	16,6
- di cui: componente obbligazionaria	27.977	1,9	129.333	7,9
- di cui: componente azionaria	38.855	2,6	136.387	8,4
Altri OICR	384.121	26,0	442.024	27,0
- di cui: fondi immobiliari	341.485	23,1	385.883	23,6
Immobili	-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	79.308	5,4	81.246	5,0
Altre attività	180.105	12,2	186.495	11,4
<b>Totale attività</b>	<b>1.475.937</b>	<b>100,0</b>	<b>1.636.551</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria</i>				
<b>Investimenti nel real estate</b>	<b>341.485</b>	<b>23,1</b>	<b>385.883</b>	<b>23,6</b>
Immobili	-	-	-	-
Fondi immobiliari	341.485	23,1	385.883	23,6
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
<b>Investimenti in titoli di debito</b>	<b>311.457</b>	<b>21,1</b>	<b>397.740</b>	<b>24,3</b>
Titoli di Stato	250.109	16,9	233.495	14,3
Altri titoli di debito	33.371	2,3	34.912	2,1
Titoli di debito sottostanti gli OICVM	27.977	1,9	129.333	7,9
<b>Investimenti in titoli di capitale</b>	<b>72.335</b>	<b>4,9</b>	<b>169.867</b>	<b>10,4</b>
Titoli di capitale	33.480	2,3	33.480	2,0
Titoli di capitale sottostanti gli OICVM	38.855	2,6	136.387	8,4



#### OSSERVAZIONI:

Pur continuando a rilevare la significatività della liquidità detenuta dall'Ente, va tuttavia

(1) Nella liquidità sono state ricomprese le risorse oggetto di deposito vincolato, pari a 270,8 mln di euro (370,1 mln di euro nel 2018), che l'Ente ha indicato – nelle segnalazioni qui trasmesse – tra le “Altre attività”.

evidenziata la riduzione della relativa incidenza (per effetto dello smobilizzo parziale del citato deposito vincolato) che rispetto al 2018 diminuisce di 8,7 punti percentuali. In relazione alla significatività di tale componente (da ricollegare anche alla gradualità caratterizzante l'attuazione del piano di convergenza verso il portafoglio strategico di lungo periodo, proprio nell'ottica di poter tenere meglio conto delle condizioni tempo per tempo presenti nei mercati finanziari), va rilevato incidentalmente che ove si protraesse lungamente nel tempo l'ampio sovrappeso della stessa rispetto all'*asset allocation* strategica – AAS definita funzionalmente all'obiettivo di perseguire una redditività idonea ad assicurare la sostenibilità del regime previdenziale dell'Ente nel lungo periodo, l'effettiva realizzazione di tale obiettivo potrebbe risultare compromessa.

#### 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 6,15% (1,58% nel 2018).

Nel quinquennio 2015-2019 il rendimento netto medio annuo composto a valori di mercato della gestione finanziaria è pari al 4%.

#### MODALITÀ DI GESTIONE DELLE RISORSE E UTILIZZO DEL DEPOSITARIO

A fine 2019 non sono presenti mandati di gestione conferiti a intermediari specializzati (2); peraltro l'ammontare degli OICR detenuti direttamente dall'Ente e delle polizze assicurative, e quindi di risorse la cui gestione fa comunque capo a operatori professionali, è pari a 794,3 mln di euro (corrispondente al 48,6% delle attività totali).

A fine 2019 l'Ente si avvale di BNP Paribas Securities Services come depositario di una parte delle proprie risorse (pari a 1.102,9 mln di euro). Il relativo contratto scadrà a gennaio 2022 (con possibilità di proroga 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 e quindi approvato dal Ministero del lavoro 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

---

(2) Si ricorda che a fine 2018 l'Ente aveva infatti proceduto alla cessazione dei mandati di gestione all'epoca facenti capo ad Amundi SGR e a BNP Paribas Investment Partners e al trasferimento degli strumenti finanziari ad essi sottostanti nell'ambito di quelli detenuti direttamente.

Tale documento – modificato da ultimo con delibera consiliare n. 144 del 30 maggio 2019 (rispetto alla previgente versione approvata 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. Documento “Modello di *Risk Management*”**

Tale documento è stato modificato da ultimo con delibera consiliare n. 145 del 30 maggio 2019 (rispetto alla previgente versione approvata con delibera consiliare n. 614 del 28 marzo 2018).

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

Tale documento è stato modificato da ultimo con delibera consiliare n. 146 del 30 maggio 2019 (rispetto alla versione previgente approvata con delibera consiliare n. 615 del 28 marzo 2018).

### **5. Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio**

Tale documento è stato modificato da ultimo con delibera consiliare n. 147 del 30 maggio 2019 (rispetto alla versione previgente approvata con delibera consiliare n. 632 del 24 maggio 2018).

### **6. Criteri generali di investimento**

Tali criteri sono stati aggiornati da ultimo con delibera del Consiglio di Indirizzo Generale – CIG del 19 ottobre 2017.

#### **OSSERVAZIONI:**

In relazione al Documento sulla politica di investimento, al documento “Modello di *Risk Management*”, al documento “Iter e criteri di analisi delle proposte di investimento” e al Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio, si ricorda che il Ministero del lavoro li aveva sottoposti – nella loro versione adottata nel 2018 – a un preventivo esame da parte della scrivente Commissione, la quale con nota prot. 5906 del 21 novembre 2018 aveva reso le proprie valutazioni evidenziando, oltre a puntuali rilievi su ciascuno di essi, l’esigenza di ordine generale che l’Ente provvedesse alla ristrutturazione dei relativi contenuti in modo tale da assicurare la necessaria organicità dei testi ridefiniti, anche attraverso opportuni interventi di semplificazione e razionalizzazione.

A seguito dell’adozione di una nuova AAS (su cui si ritornerà oltre), in data 30 maggio 2019 il Consiglio di amministrazione ha deliberato – come rappresentato in precedenza – l’aggiornamento di detti quattro documenti. Tenuto tuttavia conto che ad essi sono state apportate solamente limitate modifiche volte principalmente al recepimento degli elementi caratterizzanti il nuovo portafoglio strategico di riferimento (nonché il nuovo bilancio tecnico riferito al 31 dicembre 2017 preso in considerazione nell’*asset-liability management* – ALM alla base della definizione di detto portafoglio), restano impregiudicate le valutazioni rese sugli stessi dalla scrivente Commissione nella sopra citata nota prot. 5906 del 21 novembre 2018 a cui si fa integrale rinvio.

<b>ASSETTO ORGANIZZATIVO IN MATERIA DI INVESTIMENTI</b>
---

#### **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 3 risorse ivi incluso il relativo responsabile);
- *advisor* finanziario chiamato in particolare a supportare l’Ente nella predisposizione dell’ALM, dell’AAS e dell’*asset allocation* tattica – 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 vede anche il coinvolgimento della Funzione di controllo e del depositario.

#### **SOGGETTI CON FUNZIONI DI SUPPORTO CONSULENZIALE**

L’Ente si è avvalso, in qualità di *advisor* finanziario, della società Prometeia Advisor SIM, il cui contratto è scaduto il 16 febbraio 2020. Al momento dell’acquisizione delle informazioni per il presente referto risultava essere stata avviata una procedura aperta sotto soglia comunitaria ai sensi dell’art. 60 del d.lgs. 50/2016 per l’assegnazione di un nuovo incarico di durata triennale (con possibilità di proroga per ulteriori due anni).

L’Ente si avvale, 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 2022.

<b>MODALITÀ SELETTIVE DEI SOGGETTI ESTERNI COINVOLTI NELLA GESTIONE FINANZIARIA</b>
---

Per il depositario, la selezione risulta condotta (congiuntamente con ENPAPI) mediante procedura aperta ai sensi dell’art. 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.

<b>POLITICA DI INVESTIMENTO ADOTTATA</b>
--

Nell’anno in esame il portafoglio strategico di riferimento (AAS) sul lungo periodo è quello definito sulla base delle risultanze dell’ALM predisposta dall’*advisor* finanziario ad aprile 2019, caratterizzato – su un orizzonte temporale di 30 anni – da un rendimento annuo atteso del

(3) Sulla base delle previsioni contenute nel “Regolamento per la gestione del patrimonio”, allo sviluppo di tale sistema contribuisce anche la Funzione di controllo (dotata, al momento dell’acquisizione delle informazioni per il presente referto, di una risorsa), che invero – come risultante dall’organigramma dell’Ente – è denominata “*Audit* e controllo”. In base alle previsioni contenute nel sopra citato documento “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.

4,3% (corrispondente a un rendimento annuo reale del 2,9 %), a fronte di un rischio espresso in termini di volatilità (deviazione standard) pari all'8,3%.



---

***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 si ricorda 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 e quindi approvato dal Ministero del lavoro 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 (aggiornati da ultimo con delibera del 19 ottobre 2017, prevedendone la revisione con cadenza triennale);
  - prevede l'adozione del "Documento sulla politica di investimento" (di seguito, anche DPI) (4) recante, tra l'altro, l'*asset-liability management* – ALM alla base dell'*asset allocation* strategica – AAS (5), nonché l'*asset allocation* tattica – AAT;
- 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;
- nella suddetta riunione, il Consiglio di amministrazione ha inoltre adottato i documenti "Modello di *Risk Management*" (delibera n. 614) e "Iter e criteri di analisi delle proposte di investimento" (delibera n. 615), mentre con successiva delibera n. 632 del 24 maggio 2018 ha approvato il "Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio";
- il Ministero del lavoro ha sottoposto i suddetti quattro documenti adottati nel corso del 2018 a un preventivo esame da parte della scrivente Commissione, la quale con nota prot. 5906 del 21 novembre 2018 ha reso le proprie valutazioni evidenziando, oltre a puntuali rilievi su ciascuno di essi, l'esigenza di ordine generale che l'Ente provvedesse alla ristrutturazione dei relativi contenuti in modo tale da assicurare la necessaria organicità dei testi ridefiniti, anche attraverso opportuni interventi di semplificazione e razionalizzazione.

---

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

(5) 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 finanziari (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 di gestione.

In argomento si fa presente che a seguito dell'adozione di una nuova AAS (su cui si ritornerà subito dopo), in data 30 maggio 2019 il Consiglio di amministrazione ha deliberato l'aggiornamento dei suddetti quattro documenti. Tenuto tuttavia conto che ad essi sono state apportate solamente limitate modifiche volte principalmente al recepimento degli elementi caratterizzanti il nuovo portafoglio strategico di riferimento (nonché il nuovo bilancio tecnico riferito al 31 dicembre 2017 preso in considerazione nell'ALM alla base della definizione di detto portafoglio), restano impregiudicate le valutazioni rese sugli stessi dalla scrivente Commissione nella sopra citata nota prot. 5906 del 21 novembre 2018 a cui si fa integrale rinvio.

Premesso quanto sopra, 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 l'AAS di lungo periodo approvata dal Consiglio di amministrazione con delibera n. 123 del 18 aprile 2019 sulla base delle risultanze dell'ALM predisposta, nello stesso mese di aprile, dall'*advisor* finanziario (Prometeia Advisor SIM).

Detta analisi, che si basa sul bilancio tecnico al 31 dicembre 2017 (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), si caratterizza per i seguenti principali profili:

- analizza il patrimonio dell'Ente, e le sue principali componenti, a valori di mercato al 28 dicembre 2018 (tenendo anche conto, ai fini della valutazione del livello di capitalizzazione, dei crediti verso gli iscritti);
- 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 2019-2059, dei flussi per contributi e prestazioni, del saldo previdenziale (contributi-prestazioni) e del patrimonio; l'andamento di tali variabili è rappresentato, nel periodo 2019-2099, anche nell'ipotesi a "gruppo chiuso" (ossia considerando solo le prestazioni in essere e quelle di pertinenza degli iscritti a fine 2017, nonché i flussi di contribuzione futura da parte di questi ultimi), la quale evidenzia un rendimento annuo reale netto, necessario per realizzare la sostenibilità nel suddetto arco temporale, pari allo 0,6%;
- calcola il *funding ratio* (6), con anche l'indicazione dell'evoluzione – rispetto all'ALM di ottobre 2017 – del patrimonio a valori di mercato, del valore attuale dei contributi degli iscritti e delle prestazioni previdenziali a loro favore, e del *funding ratio* stesso;
- ad esito delle valutazioni condotte individua un portafoglio strategico di lungo periodo definito tenendo anche conto:
  - dei seguenti vincoli (7):
    - 1%-100% per la liquidità;
    - massimo 10% 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;

---

(6) 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.

(7) Tali vincoli risultano definiti tenendo conto dei criteri generali di investimento adottati 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.

- 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/debt*;
- 25%-35% per gli investimenti in fondi immobiliari e infrastrutturali;
- dell'effettivo profilo rischio/rendimento atteso degli investimenti nel fondo immobiliare Fedora (detenuto quasi esclusivamente dall'Ente) e nella società Arpinge S.p.A. (partecipata dall'Ente stesso insieme a CIPAG e INARCASSA), in luogo di quello desumibile dal contesto di mercato dell'epoca per le corrispondenti *asset class* di riferimento;
- effettua un'analisi comparata dell'AAS in essere alla data dell'elaborazione e di quella proposta (8) in termini di:
  - profilo rischio/rendimento, evidenziando – su diversi orizzonti temporali (a seconda dei casi, 3, 10, 30 e 50 anni) – il rendimento annuo netto/lordo composto nominale e reale e la relativa volatilità (deviazione standard), nonché il relativo valore nel 5°percentile;
  - *funding ratio* atteso e probabilità di piena capitalizzazione nell'ipotesi di destinazione del contributo integrativo – sia nella misura del 50% che dell'80% – ad alimentare il montante individuale degli iscritti;
- ipotizza – relativamente al periodo 2019-2021 – un piano di convergenza verso l'AAS proposta, sulla base del quale vengono poi definite (ai fini dell'AAT) le bande di oscillazione delle singole *asset class* rispetto ai pesi strategici caratterizzanti la stessa AAS proposta e a quelli stimati (alla luce di detto piano) a fine 2019 e a fine 2020.

Con la sopra citata delibera n. 123 del 18 aprile 2019 il Consiglio di amministrazione ha quindi approvato l'AAS di lungo periodo proposta dall'*advisor* finanziario che si caratterizza nei seguenti termini:

<i>Asset class</i>	%
<b>Strumenti di liquidità</b>	<b>2%</b>
<b>Obbligazioni governative</b>	<b>23%</b>
- EMU tasso fisso	8%
- <i>Inflation linked</i>	11%
- <i>World ex EMU</i>	4%
<b>Obbligazioni Corporate</b>	<b>11%</b>
- EMU	6%
- <i>World ex EMU</i>	5%
<b>Obbligazioni alto rendimento</b>	<b>6%</b>
- Paesi emergenti	3%
- <i>High yield</i>	3%
<b>Azionario</b>	<b>21%</b>
- Europa	11%
- <i>World ex Europa</i>	7%
- Paesi emergenti	3%
<b>Alternativi</b>	<b>6%</b>
- Liquidi	3%
- Illiquidi	3%
<b>Immobiliare e asset reali</b>	<b>31%</b>

(8) Per tale AAS viene in particolare evidenziato dall'*advisor* finanziario che gli investimenti illiquidi (dati dal complesso di quelli alternativi, immobiliari e infrastrutturali) presentano un'incidenza inferiore al 35%; limite, questo, che i sopra citati criteri generali di investimento riferiscono comunque alla sola esposizione immobiliare.

<i>Asset class</i>	%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>

Tale assetto strategico presenta – su un orizzonte temporale di 30 anni – un rendimento annuo atteso del 4,3% (corrispondente a un rendimento annuo reale del 2,9%), a fronte di un rischio espresso in termini di volatilità pari all'8,3%.

Con delibera n. 124 di pari data il Consiglio di amministrazione ha poi approvato le seguenti bande di oscillazione dei pesi delle singole classi di attività rispetto a quelli assegnati nel suddetto portafoglio strategico (9):

<i>Asset class</i>	% minima	% massima
Strumenti di liquidità	1%	6%
Obbligazioni governative	20%	27%
Obbligazioni <i>corporate</i>	8%	15%
Obbligazioni alto rendimento	3%	9%
Azionario	17%	24%
Alternativi	2%	9%
Immobiliare e <i>asset</i> reali	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 (10) – indica

---

(9) Con delibera n. 125 di pari data il Consiglio di amministrazione ha infine approvato il piano di convergenza verso il portafoglio strategico di riferimento, adottando conseguentemente anche le bande di oscillazione dei pesi delle singole classi di attività rispetto a quelli stimati (sulla base di detto piano) a fine 2019 e a fine 2020.

(10) 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:

- 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

gli strumenti finanziari investibili, per i quali il documento “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 “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, 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, dalle risalenti informazioni fornite dall’Ente risulta che tra le immobilizzazioni finanziarie vengono iscritti 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

---

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, conti correnti, pronti contro termine e *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*.

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 dalla 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 (11);
- definisce la strategia in materia di esercizio dei diritti di voto spettanti all'Ente;
- nomina o designa i cosiddetti Rappresentanti interni negli organi di consultazione e/o amministrazione previsti.

---

(11) Il Regolamento attribuisce a tale Funzione (dotata, al momento dell'acquisizione delle informazioni per il presente referto, di una risorsa), che invero – come risultante dall'organigramma dell'Ente – 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 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 documento “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.

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, il cosiddetto 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 3 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;
- 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 (12) 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.

---

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 2019 le attività totali detenute dall'Ente ammontano a 1.541,7 mln di euro, in aumento di 112,3 mln di euro rispetto alla fine del 2018 (pari al 7,9%).

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 (46,7 mln di euro) – ammonta a 1.495 mln di euro (pari al 97% delle attività totali), in aumento di 110,2 mln di euro rispetto alla fine del 2018 (pari all'8%).

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

---

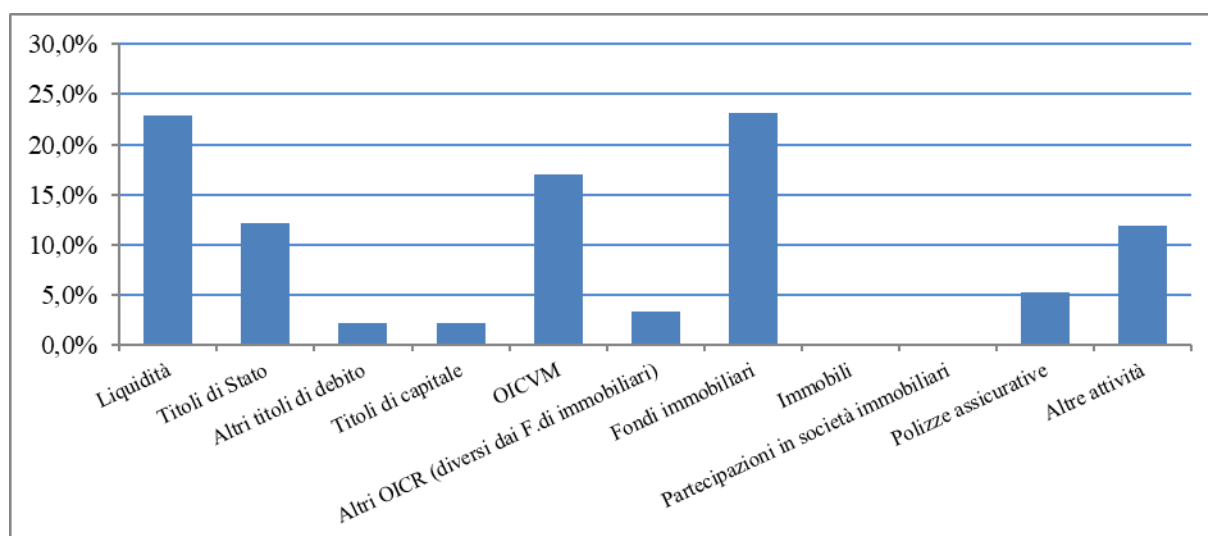
(12) Il Regolamento attribuisce a tale Funzione le seguenti competenze:

- 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 infrannuale 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.



**Composizione delle attività a valori contabili e altri dati patrimoniali.***(dati di fine anno; importi in migliaia di euro)*

	2018		2019	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità	448.172	31,4	353.829	22,9
Titoli di Stato	230.136	16,1	186.963	12,1
Altri titoli di debito	31.463	2,2	32.541	2,1
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	31.463	2,2	32.541	2,1
Titoli di capitale	33.480	2,3	33.480	2,2
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.480	2,3	33.480	2,2
OICR	427.348	29,9	670.006	43,5
- OICVM	67.271	4,7	262.924	17,1
- Altri OICR	360.077	25,2	407.082	26,4
di cui: Fondi immobiliari	322.722	22,6	356.017	23,1
Immobili	-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	79.308	5,5	81.246	5,3
Altre attività	179.510	12,6	183.682	11,9
<b>Totale</b>	<b>1.429.417</b>	<b>100,0</b>	<b>1.541.747</b>	<b>100,0</b>
<b>Passività e patrimonio</b>				
Passività	44.596		46.681	
Patrimonio	1.384.821		1.495.066	
<b>Totale</b>	<b>1.429.417</b>		<b>1.541.747</b>	

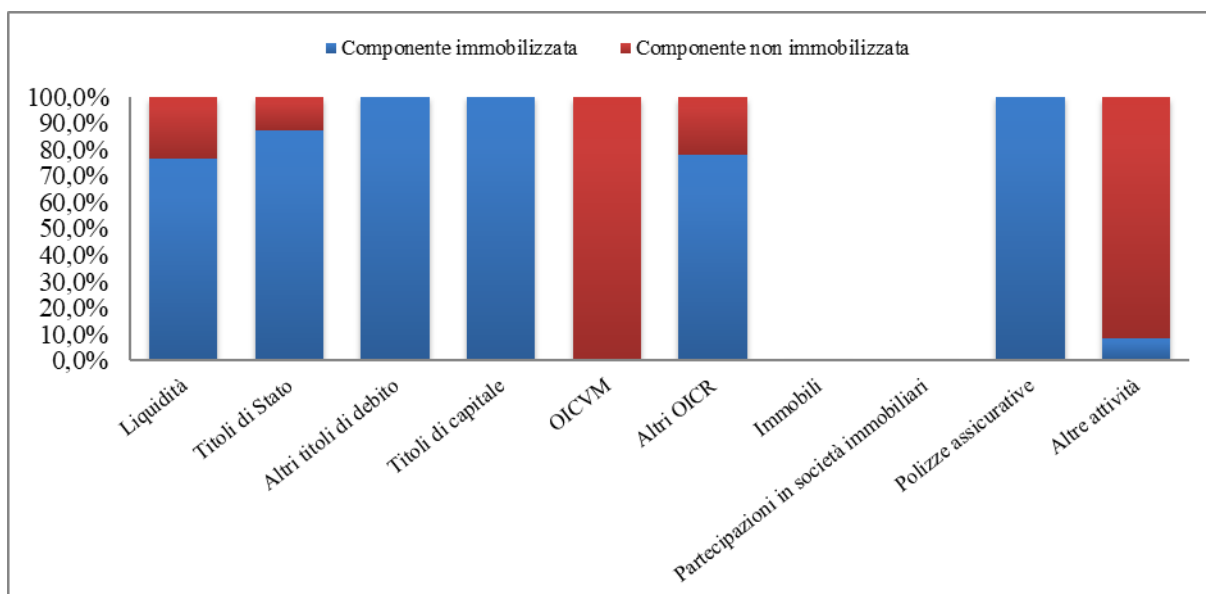


Delle suddette attività totali, 913,7 mln di euro (pari al 59,3%) costituiscono immobilizzazioni; di queste, le attività mobiliari hanno registrato, nell'anno di riferimento, riprese di valore per 233 mila euro (621 mila euro nel 2018).

L'attivo circolante ammonta a 628 mln di euro (pari al 40,7%); le attività mobiliari in esso presenti hanno registrato, nell'anno di riferimento, riprese di valore per 4,7 mln di euro (assenti nel 2018) e svalutazioni per 304 mila euro (11,1 mln di euro nel 2018).

Si riporta di seguito il grafico rappresentativo, per ciascuna classe di attività detenuta, della componente immobilizzata (13) e di quella non immobilizzata:

(13) Per la liquidità, tale componente rappresenta un deposito vincolato acceso nel 2018 (con scadenza



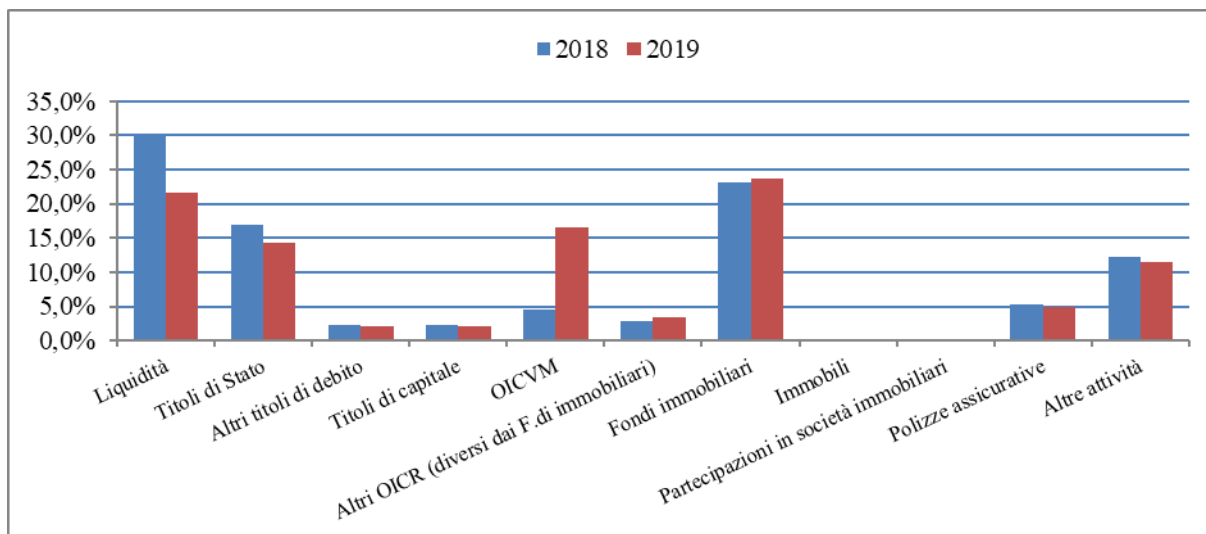
## VALORI DI MERCATO

Al 31 dicembre 2019 le attività totali detenute dall'Ente ammontano a 1.636,6 mln di euro, in aumento di 160,6 mln di euro rispetto alla fine del 2018 (pari al 10,9%). Il valore di mercato delle attività totali è quindi superiore a quello contabile di 94,8 mln di euro; tale differenza è principalmente riconducibile ai titoli di Stato e ai fondi immobiliari.

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

	2018		2019	
	Importi	%	Importi	%
<b>Attività</b>				
Liquidità	448.172	30,3	353.829	21,6
Titoli di Stato	250.109	16,9	233.495	14,3
Altri titoli di debito	33.371	2,3	34.912	2,1
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.371	2,3	34.912	2,1
Titoli di capitale	33.480	2,3	33.480	2,0
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.480	2,3	33.480	2,0
OICR	451.392	30,6	713.094	43,6
- OICVM	67.271	4,6	271.070	16,6
- Altri OICR	384.121	26,0	442.024	27,0
di cui: Fondi immobiliari	341.485	23,1	385.883	23,6
Immobili	-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	79.308	5,4	81.246	5,0
Altre attività	180.105	12,2	186.495	11,4
<b>Totale</b>	<b>1.475.937</b>	<b>100,0</b>	<b>1.636.551</b>	<b>100,0</b>

novembre 2020) che a fine 2019, a seguito dello smobilizzo parziale intervenuto nel corso di tale anno per 100 mln di euro, ammonta a 270,8 mln di euro; importo, questo, indicato dall'Ente – nelle segnalazioni qui trasmesse – tra le “Altre attività”, ma poi ricompreso appunto nella liquidità.



La tavola seguente rappresenta la variazione, tra 2018 e 2019, del peso delle diverse tipologie di attivi detenuti:

Variazione 2018-2019 del peso degli attivi detenuti. (valori in punti percentuali)		
Liquidità	-8,7	↓
Titoli di Stato	-2,6	↓
Altri titoli di debito	-0,2	↓
- non quotati	-0,2	↓
Titoli di capitale	-0,3	↓
- non quotati	-0,3	↓
OICR	13,0	↑
- OICVM	12,0	↑
- Altri OICR	1,0	↑
di cui: Fondi immobiliari	0,5	↑
Polizze assicurative	-0,4	↓
Altre attività	-0,8	↓

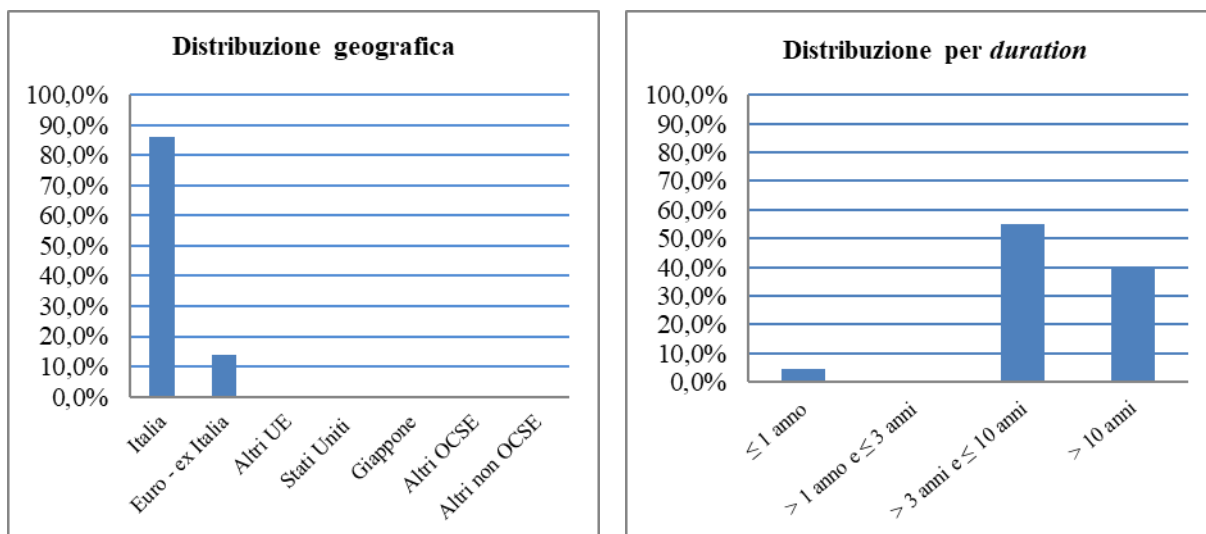
Al riguardo va in particolare evidenziato che:

- la riduzione del peso della liquidità è dovuta al sopra citato smobilizzo parziale del deposito vincolato con scadenza novembre 2020; in relazione alla significatività di tale componente (da ricollegare anche alla gradualità caratterizzante l'attuazione del piano di convergenza verso il portafoglio strategico di lungo periodo, proprio nell'ottica di poter tenere meglio conto delle condizioni tempo per tempo presenti nei mercati finanziari), va rilevato incidentalmente che ove si protraesse lungamente nel tempo l'ampio sovrappeso della stessa rispetto all'AAS definita funzionalmente all'obiettivo di perseguire una redditività idonea ad assicurare la sostenibilità del regime previdenziale dell'Ente nel lungo periodo, l'effettiva realizzazione di tale obiettivo potrebbe risultare compromessa;
- l'aumento del peso degli OICVM è dovuto principalmente all'attività di investimento in ETF (ritenuta dall'Ente maggiormente coerente con la propria dotazione organizzativa in materia di gestione finanziaria).

#### Caratteristiche titoli di debito

I titoli di debito ammontano a 268,4 mln di euro, pari al 16,4% delle attività totali, e sono costituiti per l'87% da titoli di Stato e per il 13% da titoli *corporate*.

I titoli di Stato ammontano a 233,5 mln di euro, pari al 14,3% delle attività totali, e presentano le seguenti caratteristiche:



I titoli di Stato italiani – detenuti direttamente dall’Ente – ammontano a 201,4 mln di euro e hanno in prevalenza una vita residua compresa tra 3 e 10 anni (125,8 mln di euro, pari al 62,5%) e maggiore di 10 anni (63,3 mln di euro, pari al 31,4%).

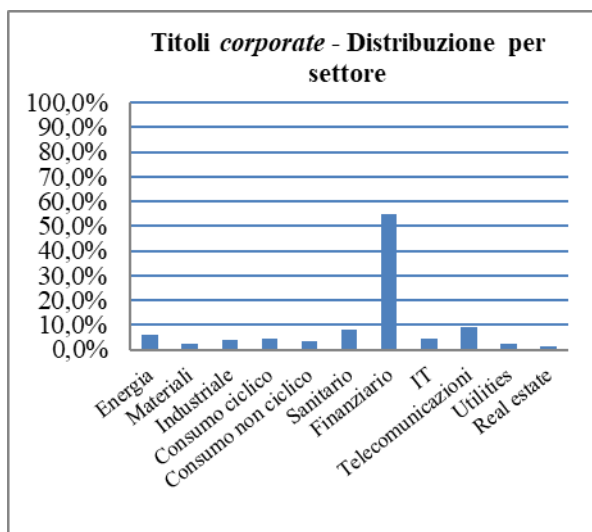
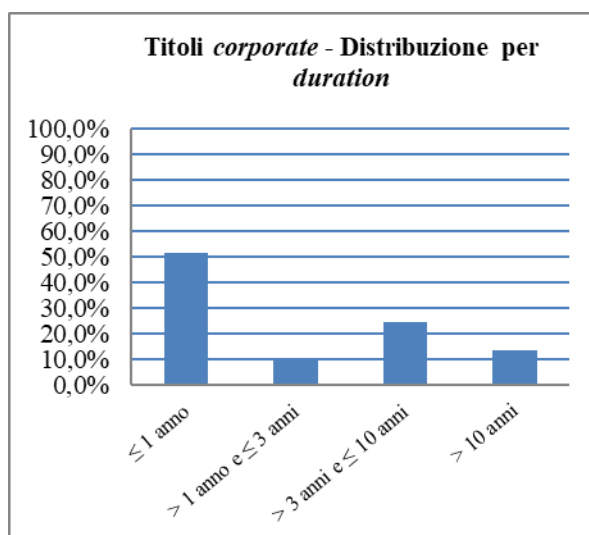
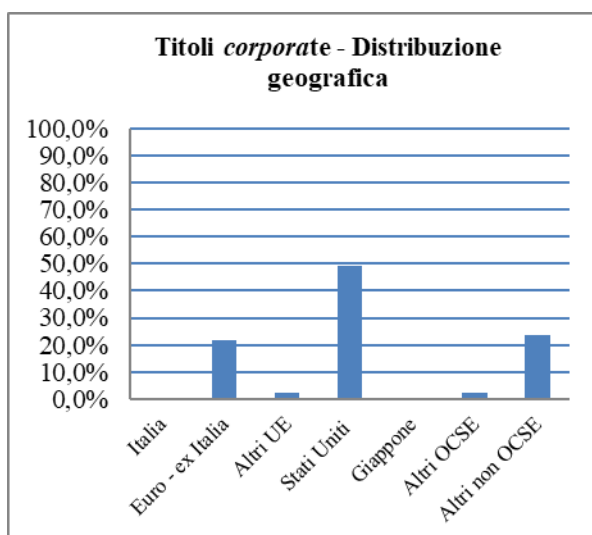
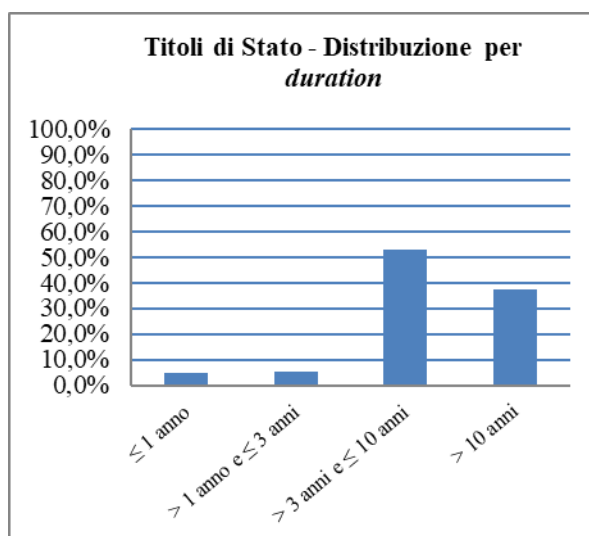
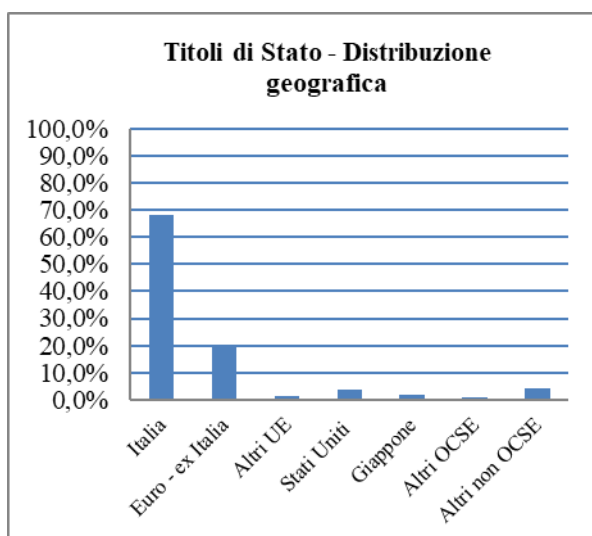
Gli altri titoli di debito – esclusivamente non quotati – ammontano a 34,9 mln di euro, pari al 2,1% delle attività totali, e sono costituiti da due note strutturate: una, senza garanzia di restituzione del capitale investito, con scadenza 2020 e indicizzazione legata a indici azionari; l’altra con garanzia 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

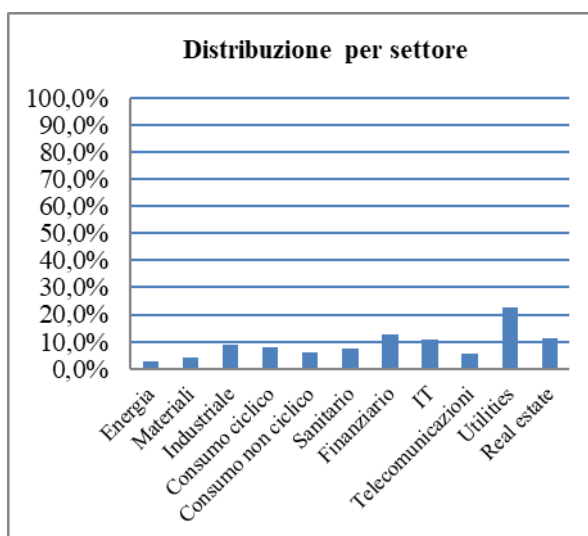
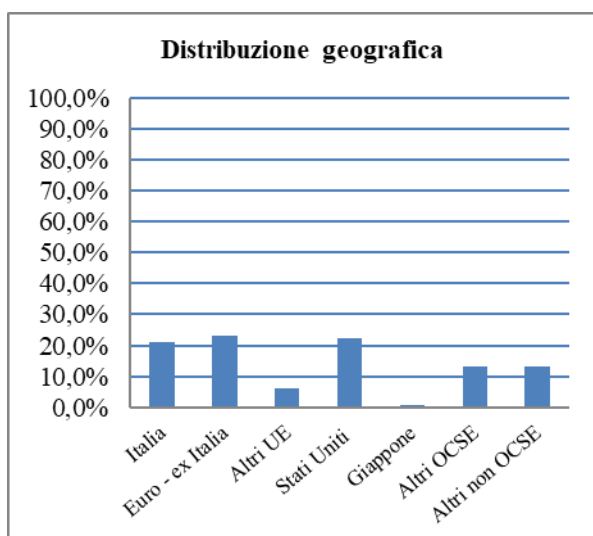
I titoli di capitale – integralmente non quotati – ammontano a 33,5 mln di euro, pari al 2% delle attività totali, e sono sostanzialmente rappresentativi della partecipazione detenuta nella società Arpinge S.p.A..

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

Tenendo conto anche dei titoli di debito presenti negli OICVM detenuti (129,3 mln di euro), l’esposizione obbligazionaria complessiva arriva a 397,7 mln di euro, pari al 24,3% delle attività totali, e risulta costituita per il 79,4% da titoli di Stato e per il 20,6% da titoli *corporate*. Tale componente, che per 214,8 mln di euro è costituita da emissioni domestiche (riferibili pressoché integralmente alla Repubblica italiana), presenta le seguenti caratteristiche:

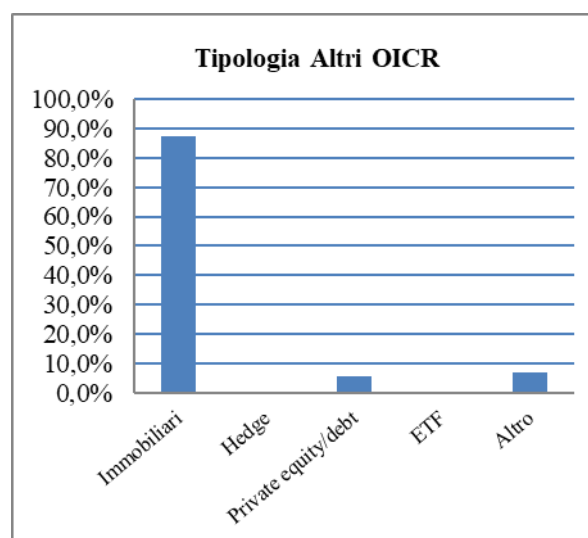
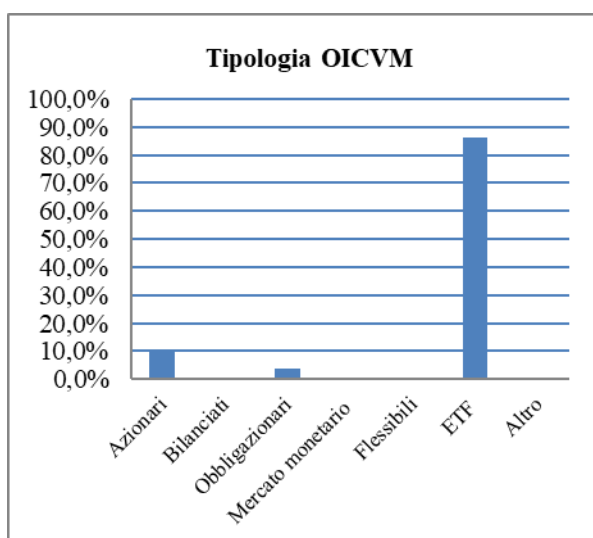


Tenendo conto anche dei titoli di capitale presenti negli OICVM detenuti (136,4 mln di euro), l'esposizione azionaria complessiva arriva a 169,9 mln di euro, pari al 10,4% delle attività totali. Tale componente, che per 35,6 mln di euro si riferisce ad aziende domestiche, presenta le seguenti caratteristiche:



### Caratteristiche OICR

Gli OICR ammontano a 713,1 mln di euro, pari al 43,6% delle attività totali, e sono rappresentati da OICVM per 271,1 mln di euro (38%) e da altri strumenti finanziari per 442 mln di euro (62%); per quest'ultimi sussistono inoltre 65,6 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 e in proprietà boschive.

I fondi immobiliari – unica forma di investimento dell'Ente nel *real estate* – ammontano a 385,9 mln di euro, pari al 23,6% delle attività totali, e fanno riferimento a 5 posizioni rappresentative di fondi o comparti del medesimo fondo, in prevalenza di tipo chiuso e di diritto lussemburghese. Un fondo (Fedora), rappresentativo del 53,8% di tale forma d'investimento, è detenuto quasi esclusivamente dall'Ente (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 12,7%). Per le restanti, la quota detenuta varia da un minimo dell'1,6% a un massimo del 31,2% (14); di queste, due rappresentano peraltro la terza e la quarta posizione con il maggior

(14) Tale quota si riferisce al comparto Kappa della SICAV di diritto maltese Futura Funds (gestita da

peso all'interno del portafoglio mobiliare (con un'incidenza sulle attività totali rispettivamente pari al 5,8% e al 3,8%).

Le attività rappresentative del complessivo investimento in OICR diversi dagli OICVM fanno

---

Futura Investment Management). In relazione a questo investimento (il cui valore di mercato a fine 2019 è stato indicato, in continuità con gli anni precedenti, pari a 5 mln di euro), avente ad oggetto un progetto di sviluppo immobiliare afferente al palazzo ex sede della borsa di Budapest, si ricorda – come già rappresentato nel referto sul 2018 – che l'Ente aveva fatto presente come il gestore, in considerazione della favorevole situazione del mercato immobiliare di detta città e della ritenuta più difficile realizzabilità di tale progetto, avesse deciso di vendere l'immobile. A tale riguardo, si riporta di seguito in sintesi quanto rappresentato dall'Ente nell'ambito dei chiarimenti forniti per le vie brevi alla scrivente Commissione ai fini del presente referto:

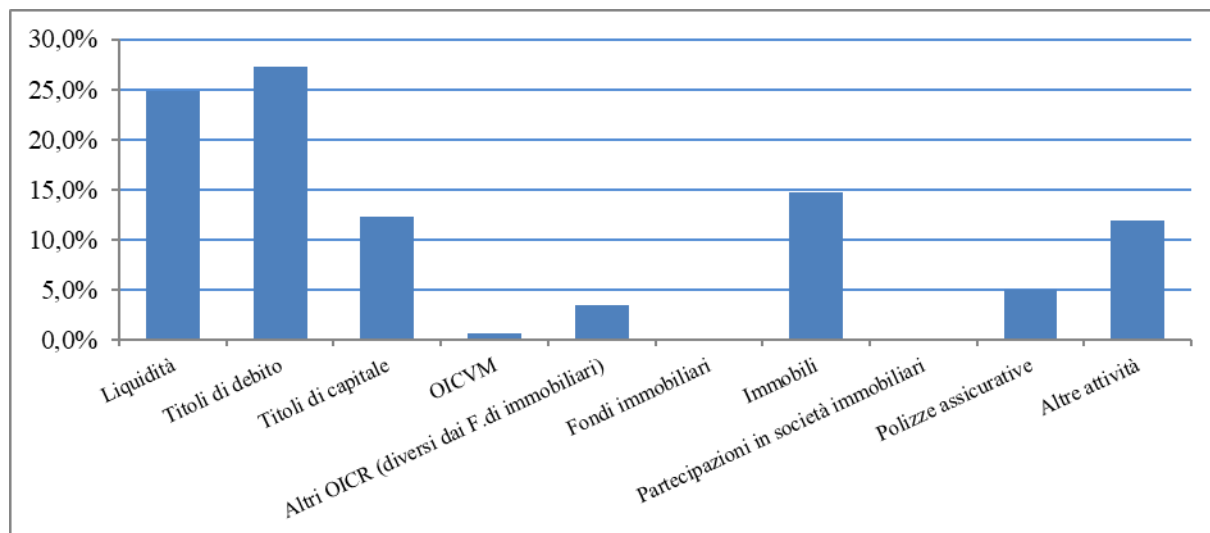
- a dicembre 2019 il gestore ha comunicato di aver stipulato con due società facenti capo a un primario gruppo di investimento ungaro-americano, un contratto preliminare di compravendita delle azioni della società veicolo detentrica del 90% della società di diritto ungherese proprietaria dell'immobile in questione; il completamento di tale operazione, ad avviso dello stesso, avrebbe consentito al comparto Kappa di procedere al rimborso integrale delle relative azioni di classe A, con la conseguente restituzione all'Ente della totalità del capitale investito. Tuttavia, a fine novembre 2019 l'unico titolare di azioni di classe B del comparto Kappa (peraltro responsabile, ad avviso del gestore, della mancata realizzazione del progetto di sviluppo immobiliare avendo rifiutato di adempiere all'impegno di un'ulteriore sottoscrizione di capitale per 24 mln di euro) ha richiesto al tribunale di Malta e al tribunale di Lussemburgo provvedimenti cautelari volti a evitare il perfezionamento della suddetta compravendita;
- nei primi mesi del corrente anno il gestore ha informato l'Ente, in diverse occasioni, circa lo stato di avanzamento del suddetto contenzioso, facendo in particolare presente di aver proseguito ogni opportuna azione volta a ottenere la rimozione dei provvedimenti adottati dai tribunali di Malta e Lussemburgo a favore del titolare di azioni di classe B e di avere avviato nei confronti di quest'ultimo un giudizio presso il primo di detti tribunali al fine di ottenere il risarcimento dei danni subiti, a suo avviso, per il blocco della sopra citata operazione; lo stesso ha altresì fatto presente di aver comunicato al titolare di azioni di classe B la propria disponibilità a valutare una ragionevole composizione della vertenza in essere, anche al fine di preservare i diritti dei titolari di azioni di classe A;
- stante la complessità del contenzioso in essere, il gestore ha successivamente individuato le seguenti soluzioni alternative alla suddetta compravendita:
  - una proposta di acquisto della totalità delle azioni di classe A e B da parte di una società turca, sottoposta all'approvazione dei quotisti del comparto Kappa nell'assemblea straordinaria del 14 maggio 2020; approvazione tuttavia non intervenuta a causa del voto contrario espresso dal titolare di azioni di classe B;
  - una proposta di acquisto dell'immobile in questione al prezzo di 56,1 mln di euro (ad avviso del gestore, in linea con quanto stimato dall'esperto indipendente) da parte di una società tedesca; in relazione al contratto di compravendita stipulato tra la società tedesca e la società ungherese proprietaria dell'immobile, a luglio 2020 il titolare di azioni di classe B ha presentato al tribunale di Malta la richiesta di un provvedimento cautelare volto a impedirne il perfezionamento che è stata tuttavia rigettata;
- a fine ottobre 2020 il gestore, nel comunicare all'Ente che la stipula del contratto definitivo di vendita dell'immobile era programmata per fine gennaio 2021 e che il titolare di azioni di classe B aveva promosso un'ulteriore azione giudiziaria davanti al tribunale di Budapest per invalidare la vendita, ha invitato lo stesso e gli altri titolari di azioni di classe A a un coordinamento finalizzato ad assumere nei confronti di quest'ultimo ogni possibile iniziativa a tutela dei propri diritti; in considerazione di ciò, l'Ente ha quindi azionato una procedura volta a valutare l'opportunità di avviare, anche tramite dei propri legali, ogni più opportuna iniziativa di natura stragiudiziale/giudiziale nei confronti del titolare di azioni di classe B.

principalmente capo a Prelios SGR (207,5 mln di euro, pari al 46,9%), in qualità di gestore del fondo Fedora.

Si rappresenta infine che tra le “Altre attività” è presente un investimento in oro fisico per un ammontare di 13 mln di euro, pari allo 0,8% degli attivi totali.

\* \* \*

Da ultimo, si ritiene utile fornire di seguito la rappresentazione della composizione delle attività dell’Ente tenendo conto delle diverse tipologie di attivi in cui risultano investiti gli OICVM e i fondi immobiliari detenuti (cosiddetto *look through*) (15):



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 2,32% (1,67% nel 2018), mentre a valori di mercato è pari al 6,15% (1,58% nel 2018).

\* \* \*

Relativamente poi ai principali fattori positivi e negativi che hanno inciso sul risultato della gestione finanziaria realizzato nel 2019, l’Ente ha evidenziato:

- quali fattori positivi:
  - il flusso cedolare di 9,9 mln di euro connesso al portafoglio governativo italiano e francese e alle polizze assicurative (tale importo è peraltro comprensivo dei proventi derivanti dalle operazioni di prestito titoli, pari a 461 mila euro);
  - i proventi per 8,4 mln di euro corrisposti principalmente da fondi obbligazionari paesi emergenti, immobiliari ed energie rinnovabili;
  - le plusvalenze connesse, per 6,8 mln di euro, alla vendita di OICR e, per 5 mln di euro, alla negoziazione di titoli di Stato;

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



- le riprese di valore per 4,7 mln di euro relative principalmente agli investimenti (appostati nell'attivo circolante) in fondi obbligazionari paesi emergenti, fondi azionari paesi emergenti ed ETF;
- quali fattori negativi: le svalutazioni per 304 mila euro relative principalmente a ETF.

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.***

---

Non sono presenti mandati di gestione conferiti a intermediari specializzati (16); peraltro l'ammontare degli OICR detenuti direttamente dall'Ente e delle polizze assicurative, e quindi di risorse la cui gestione fa comunque capo a operatori professionali, è pari a 794,3 mln di euro (corrispondente al 48,6% delle attività totali).

L'Ente si è avvalso, 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, scaduto il 16 febbraio 2020, prevedeva un compenso – inerente all'intero triennio di riferimento – di 108 mila euro (oltre IVA). Al momento dell'acquisizione delle informazioni per il presente referto risultava essere stata avviata una procedura aperta sotto soglia comunitaria ai sensi dell'art. 60 del d.lgs. 50/2016 per l'assegnazione di un nuovo incarico di durata triennale (con possibilità di proroga per ulteriori due anni).

L'Ente si avvale, 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 2022, prevede un compenso – inerente all'intero triennio di riferimento – di 185 mila euro (oltre IVA). Per completezza si fa presente che con detta società era in essere un precedente contratto, scaduto il 30 giugno 2019, che prevedeva il medesimo compenso.

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 (che vede anche il coinvolgimento del depositario) risulta incentrato sulla Funzione finanza.

Il Regolamento prevede in particolare che la Funzione finanza 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

---

(16) Si ricorda che a fine 2018 l'Ente aveva infatti proceduto alla cessazione dei mandati di gestione all'epoca facenti capo ad Amundi SGR e a BNP Paribas Investment Partners e al trasferimento degli strumenti finanziari ad essi sottostanti nell'ambito di quelli detenuti direttamente.

- finanziario, nonché per gli eventuali gestori delegati;
- con cadenza trimestrale, il *report* di verifica dei vincoli di mandato assegnati ai gestori (17);
  - il *report* di verifica del rispetto dell’AAS e dell’AAT (18).

Il DPI prevede che la Funzione finanza predisponga, con cadenza settimanale:

- un *report* sulla valorizzazione – sia di mercato che contabile – degli strumenti finanziari detenuti;
- un *report* sulla liquidità (conti correnti e *time deposit*).

Nel DPI vengono inoltre riportate le specifiche aree di analisi 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 ritornerà subito dopo).

Si fa infine presente che il documento “Modello di *Risk Management*” citato nella precedente lettera A) prevede un processo di *risk control*, il quale contempla i seguenti adempimenti inerenti ai rischi finanziari:

- da parte della Funzione finanza, verifica:
  - con cadenza mensile:
    - del profilo rischio/rendimento del patrimonio (in termini di rendimento dall’inizio dell’anno, di volatilità e di *value at risk* – VAR con intervallo di confidenza 99%) rispetto ai predefiniti valori limite ritenuti di attenzione;
    - degli scostamenti rispetto all’AAS adottata (e più precisamente rispetto al piano di convergenza verso quest’ultima, tempo per tempo vigente);
  - con cadenza annuale, dei risultati dell’analisi di *stress testing* sul portafoglio quotato (in termini di rendimento che lo stesso avrebbe ottenuto in relazione ad alcune specifiche ipotesi evolutive dei tassi di cambio e dei mercati azionari e ad alcuni degli eventi peggiori registrati nei mercati finanziari negli anni recenti) e del rischio valutario;
- da parte della Funzione di controllo, predisposizione – con cadenza trimestrale – di una relazione recante le principali evidenze delle predette verifiche (da trasmettere alla Commissione Investimenti e al Consiglio di amministrazione).

### **Strumenti e profili di analisi**

Il *report performance* predisposto settimanalmente dalla Funzione finanza, nella versione qui trasmessa riferita al 31 dicembre 2019, contiene le seguenti informazioni riferite alle macroclassi di attivo prese in considerazione (governativo Europa, governativo globale, obbligazionario *corporate*, obbligazionario *high yield* e paesi emergenti, azionario Europa, azionario globale ex Europa, azionario paesi emergenti, polizze assicurative, infrastrutture, immobiliare, *private equity* e *commodities*) 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

---

(17) Nel DPI tale verifica trimestrale risulta invece tra quelle di competenza del depositario.

(18) 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.

complessivo;

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

Il *report risk management* predisposto mensilmente dalla Funzione finanza, nella versione qui trasmessa riferita al 31 dicembre 2019 contiene:

- rendimento a valori di mercato e volatilità da inizio anno del portafoglio complessivo, della componente in gestione diretta (rappresentativa del portafoglio complessivo al netto della liquidità e quindi, nel caso di specie, della componente mobiliare) e delle relative sottoclassi di attivo;
- evoluzione nell'anno di riferimento del rendimento a valori di mercato, mensile e cumulato, del portafoglio complessivo;
- evoluzione nell'anno di riferimento del rendimento contabile cumulato, per il portafoglio complessivo, e mensile, per la componente mobiliare e per la liquidità;
- evoluzione nell'anno di riferimento della consistenza contabile media mensile del portafoglio complessivo, della componente mobiliare e della liquidità;
- per il portafoglio complessivo e per le relative sottoclassi di attivo, nonché per la componente in gestione diretta, 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* a 3 e 6 mesi, indice di Sharpe e di Sortino, *drawdown* massimo, coefficiente di asimmetria e curtosi e VAR (su base giornaliera e intervallo di confidenza 99%);
  - rappresentazione grafica del rapporto rendimento/volatilità;
  - beta.

Per la Funzione finanza sono state trasmesse, sempre con riguardo al 31 dicembre 2019, le seguenti ulteriori elaborazioni:

- a cadenza mensile:
  - il *report risk management* che riporta gli indicatori richiamati in precedenza per i singoli strumenti finanziari detenuti in portafoglio;
  - il *report* che dà conto della verifica del profilo rischio/rendimento del portafoglio complessivo (in termini di rendimento dall'inizio dell'anno, di volatilità e di VAR con intervallo di confidenza 99%) rispetto ai predefiniti valori limite ritenuti di attenzione;
  - il *report* che dà conto della verifica degli scostamenti rispetto all'AAS adottata (e più precisamente rispetto al piano di convergenza verso quest'ultima, all'epoca in essere);
- a cadenza annuale: il *report* che dà conto della verifica dei risultati dell'analisi di *stress testing* sul portafoglio quotato e del rischio valutario.

È stata infine trasmessa la relazione di *risk management* – riferita al quarto trimestre 2019 – predisposta dalla Funzione di controllo recante, tra l'altro, le evidenze del suddetto processo di *risk control* svolto dalla Funzione finanza con riguardo al 31 dicembre 2019.

---

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

---

L'Ente si avvale di BNP Paribas Securities Services, selezionata (congiuntamente con ENPAPI) tramite procedura aperta ai sensi dell'art. 60 del d.lgs. 50/2016, come depositario di una parte delle proprie risorse (pari a 1.102,9 mln di euro) (19). Il relativo contratto, avente scadenza gennaio 2022 (prorogabile per un massimo di due volte consecutive, ciascuna per un periodo di 12 mesi) – prevede la seguente struttura commissionale (che per l'anno in esame ha determinato un compenso pari a 350 mila euro):

<b>TIPOLOGIA SERVIZIO</b>	<b>SPECIFICA SERVIZIO</b>	<b>COSTO</b>
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)

Lettera  
H

***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 2015-2019 il rendimento netto medio annuo composto a valori contabili della gestione finanziaria è pari al 2,26%, mentre a valori di mercato è pari al 4%.

Relativamente all'ultimo bilancio tecnico predisposto, l'Ente ha fatto presente che si tratta di quello riferito al 31 dicembre 2017, redatto a gennaio 2019 ipotizzando un tasso di rendimento annuo nominale del 2,7% per gli anni dal 2019 al 2021 e del 3% a partire dal 2022, in presenza di un valore di inflazione posto pari – per i suddetti periodi – rispettivamente all'1,7% e al 2%.

In merito all'ultima AAS adottata, l'Ente ha fatto riferimento a quella adottata ad aprile 2019 e poi riconfermata a gennaio 2020 (come verrà rappresentato subito dopo) 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% a 30 anni.

\* \* \*

***Iniziative adottate dall'Ente nei primi mesi del 2020 o che comunque interessano tale anno.***

Con delibera n. 225 del 30 gennaio 2020 il Consiglio di amministrazione ha confermato l'AAS di lungo periodo all'epoca in essere (a cui si è fatto riferimento nella precedente lettera A), sulla base delle risultanze della verifica condotta su di essa, sempre in detto mese, dall'*advisor* finanziario (Prometeia Advisor SIM).

(19) Si ricorda che a partire dal 2017 per il tramite del depositario viene realizzata anche l'attività di prestito titoli.

Detta verifica si caratterizza per i seguenti principali profili:

- analizza il portafoglio dell’Ente, e le sue principali componenti, a valori di mercato a fine novembre 2019;
- confronta la composizione del portafoglio dell’Ente con quella prevista dal piano di convergenza (verso l’AAS di lungo periodo) definito per il 2019 con la sopra citata delibera consiliare n. 125 del 18 aprile 2019, evidenziando il sostanziale allineamento a quest’ultima;
- effettua un’analisi comparata del portafoglio dell’Ente e dell’AAS di lungo periodo in termini di profilo rischio/rendimento, evidenziando – su diversi orizzonti temporali (a seconda dei casi, 3, 10, 30 e 50 anni) – il rendimento annuo netto/lordo composto nominale e reale e la relativa volatilità, nonché il relativo valore nel 5°percentile (20);
- ipotizza – relativamente al periodo 2020-2021 – un piano di convergenza verso l’AAS di lungo periodo (confermando sostanzialmente quello adottato con la suddetta delibera consiliare n. 125 del 18 aprile 2019), sulla base del quale vengono poi individuate (ai fini dell’AAT) le bande di oscillazione delle singole *asset class* rispetto ai pesi strategici caratterizzanti la stessa AAS e a quelli stimati (alla luce di detto piano) a fine 2020 (confermando sostanzialmente, anche in questo caso, quelle adottate rispettivamente con le sopra citate delibere consiliari n. 124 e 125 del 18 aprile 2019).

Con la citata delibera n. 225 del 30 gennaio 2020 il Consiglio di amministrazione ha quindi confermato l’AAS di lungo periodo all’epoca in essere che, come già rappresentato nella precedente lettera A), si caratterizza nei seguenti termini:

<i>Asset class</i>	%
<b>Strumenti di liquidità</b>	<b>2%</b>
<b>Obbligazioni governative</b>	<b>23%</b>
- EMU tasso fisso	8%
- <i>Inflation linked</i>	11%
- <i>World ex EMU</i>	4%
<b>Obbligazioni Corporate</b>	<b>11%</b>
- EMU	6%
- <i>World ex EMU</i>	5%
<b>Obbligazioni alto rendimento</b>	<b>6%</b>
- Paesi emergenti	3%
- <i>High yield</i>	3%
<b>Azionario</b>	<b>21%</b>
- Europa	11%
- <i>World ex Europa</i>	7%
- Paesi emergenti	3%
<b>Alternativi</b>	<b>6%</b>
- Liquidi	3%
- Illiquidi	3%
<b>Immobiliare e infrastrutture (21)</b>	<b>31%</b>
<b>Totale</b>	<b>100%</b>

Tale assetto strategico presenta, su un orizzonte temporale di 30 anni, un rendimento annuo atteso del 3,9% (corrispondente a un rendimento annuo reale del 2,7%) – in lieve peggioramento rispetto a quanto stimato nell’analisi condotta dall’*advisor* finanziario ad aprile 2019 (a cui si è fatto riferimento nella precedente lettera A) – a fronte di un rischio espresso in termini di

(20) Tale comparazione tiene peraltro conto dell’effettivo profilo rischio/rendimento atteso degli investimenti nel fondo immobiliare Fedora e nella società Arpinge S.p.A., in luogo di quello desumibile dal contesto di mercato dell’epoca per le corrispondenti *asset class* di riferimento.

(21) Tale classe di attivo era precedentemente denominata “Immobiliare e *asset* reali”.

volatilità pari all'8,3%.

Con delibera n. 226 di pari data il Consiglio di amministrazione ha poi confermato le seguenti bande di oscillazione dei pesi delle singole classi di attività rispetto a quelli assegnati nel suddetto portafoglio strategico (22):

<i>Asset class</i>	<b>% minima</b>	<b>% massima</b>
Strumenti di liquidità	1%	6%
Obbligazioni governative	20%	27%
Obbligazioni <i>corporate</i>	8%	15%
Obbligazioni alto rendimento	3%	9%
Azionario	17%	24%
Alternativi	2%	9%
Immobiliare e infrastrutture	28%	35%

---

(22) Con delibera n. 227 di pari data il Consiglio di amministrazione ha infine approvato il piano di convergenza verso il portafoglio strategico di riferimento, adottando conseguentemente anche le bande di oscillazione dei pesi delle singole classi di attività rispetto a quelli stimati (sulla base di detto piano) a fine 2020.