

**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 2018



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; esso 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.

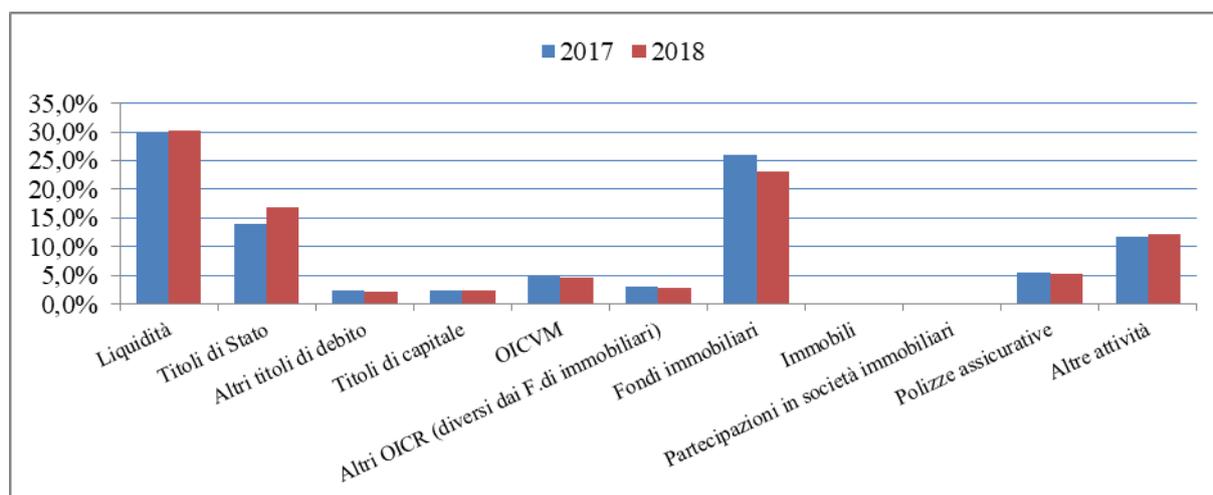
* * *

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 2018 le attività totali detenute dall'Ente ammontano, a valori di mercato, a 1.475,9 mln di euro, in aumento di 85,1 mln di euro rispetto alla fine del 2017 (pari al 6,1%).

Composizione delle attività a valori di mercato. (dati di fine anno; importi in migliaia di euro)	2017		2018	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità (1)	415.031	29,8	448.172	30,3
Titoli di Stato	193.818	13,9	250.109	16,9
Altri titoli di debito	33.614	2,4	33.371	2,3
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.614	2,4	33.371	2,3
Titoli di capitale	33.112	2,4	33.480	2,3
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.112	2,4	33.480	2,3
OICVM	70.865	5,1	67.271	4,6
- di cui: componente obbligazionaria	31.453	2,3	27.977	1,9
- di cui: componente azionaria	23.412	1,7	38.855	2,6
Altri OICR	404.083	29,1	384.121	26,0
- di cui: fondi immobiliari	361.329	26,0	341.485	23,1
Immobili	-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	77.405	5,6	79.308	5,4
Altre attività	162.870	11,7	180.105	12,2
Totale attività	1.390.798	100,0	1.475.937	100,0
<i>Per memoria</i>				
Investimenti nel real estate	361.329	26,0	341.485	23,1
Immobili	-	-	-	-
Fondi immobiliari	361.329	26,0	341.485	23,1
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Investimenti in titoli di debito	258.885	18,6	311.457	21,1
Titoli di Stato	193.818	13,9	250.109	16,9
Altri titoli di debito	33.614	2,4	33.371	2,3
Titoli di debito sottostanti gli OICVM	31.453	2,3	27.977	1,9
Investimenti in titoli di capitale	56.524	4,1	72.335	4,9
Titoli di capitale	33.112	2,4	33.480	2,3
Titoli di capitale sottostanti gli OICVM	23.412	1,7	38.855	2,6



OSSERVAZIONI:

Va evidenziato che il peso della liquidità, già molto significativo alla fine del 2017, risulta essere ulteriormente aumentato anche per effetto delle scelte tattiche operate dall'Ente nel corso

(1) Nella liquidità sono state ricomprese le risorse oggetto di deposito vincolato, pari a 370,1 mln di euro (251,1 mln di euro nel 2017), che l'Ente ha indicato – nelle segnalazioni qui trasmesse – tra le “Altre attività”.

del 2018 a fronte dell'avversa congiuntura caratterizzante i mercati finanziari in tale anno, la quale non ha favorito l'effettuazione di operazioni di investimento. Sul punto va tuttavia rilevato che siffatta situazione, ove perdurasse nel tempo con il conseguente protrarsi di un ampio sovrappeso della componente in questione 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

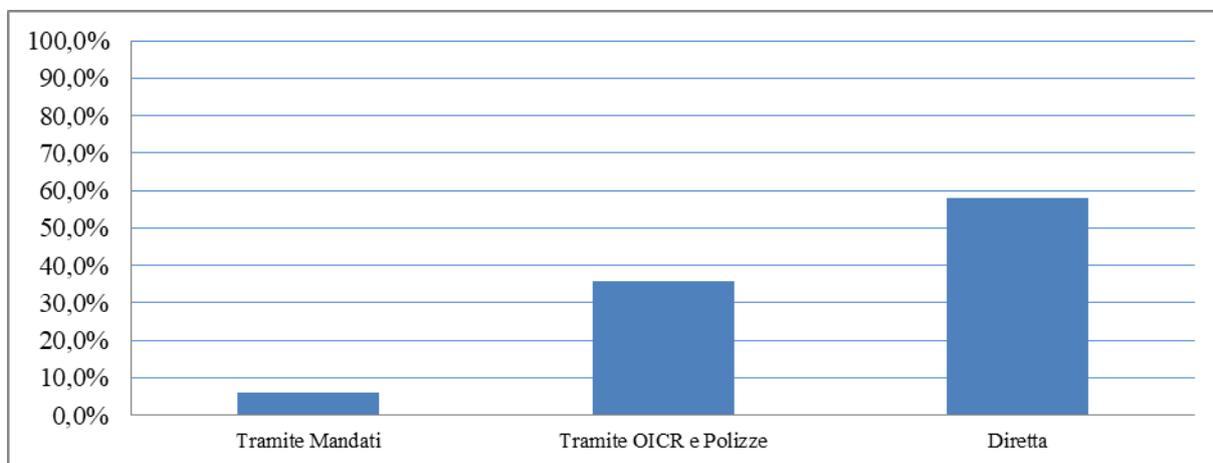
Il rendimento netto a valori di mercato della gestione finanziaria (inerente alla sola componente mobiliare stante l'assenza di immobili di proprietà) è pari all'1,58% (4,57% nel 2017).

Nel quinquennio 2014-2018 il rendimento netto medio annuo composto a valori di mercato della gestione finanziaria è pari al 4,14%.

MODALITÀ DI GESTIONE DELLE RISORSE E UTILIZZO DEL DEPOSITARIO

A fine 2018 le attività gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a 90,5 mln di euro, pari al 6,1% delle attività totali, e fanno capo a 2 gestori (invariati rispetto al 2017) (2); tenendo conto anche degli OICR detenuti direttamente dall'Ente e delle polizze assicurative, l'ammontare di risorse gestite da intermediari specializzati arriva a 621,2 mln di euro (corrispondente al 42,1% delle attività totali).

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



A fine 2018 l'Ente si avvale di BNP Paribas Securities Services come depositario di un ammontare di risorse pari a 849,3 mln di euro che comprende, oltre alle attività in gestione delegata, 758,8 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

(2) Si fa presente che alla fine dell'anno in esame l'Ente ha proceduto alla cessazione di tali mandati di gestione e al trasferimento degli strumenti finanziari ad essi sottostanti (rappresentati pressoché integralmente da titoli di Stato) nell'ambito di quelli detenuti direttamente.

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) (3).

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 (4) 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. Documento “Modello di Risk Management”

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

4. Documento “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.

(3) Si ricorda che nel corso del 2017 l'Ente ha sottoscritto con il depositario anche un contratto inerente all'attività di prestito titoli.

(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.

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).

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 (5).

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, in qualità di *risk manager*, e 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 è inoltre avvalso, in qualità di *service* amministrativo per la gestione contabile del portafoglio titoli, della società Previnet S.p.A., il cui contratto è scaduto 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.

(5) 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 – 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.

Per il depositario, la selezione risulta condotta (congiuntamente con l'ENPAPI) 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.

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 reale del 2,7 %), 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 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) (6) recante, tra l'altro, l'*asset-liability management* – ALM alla base dell'*asset allocation* strategica – AAS (7), 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.

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); 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 i 4 documenti adottati nell'anno in esame a un preventivo esame da parte della scrivente Commissione, la quale con nota prot. 5906 del 21

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

(7) 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.

novembre 2018 – a cui si fa integrale rinvio – ha reso le proprie valutazioni evidenziando, oltre a puntuali rilievi su ciascuno di essi, 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 l'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), la quale evidenzia un rendimento reale netto, necessario per realizzare la sostenibilità nel suddetto arco temporale, pari allo 0,5%;
- calcola il *funding ratio* (8);
- esamina sull'orizzonte temporale di 3, 10 e 30 anni:
 - 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 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 posto sia in linea con le stime ministeriali del PIL (pari a circa l'1,4%-1,5% reale nel medio-lungo periodo) che 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

(8) 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.

vincoli (9):

- 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 (10), 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 proposti dall'*advisor* finanziario, 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	21%
- EMU tasso fisso	8%
- <i>Inflation linked</i>	11%
- <i>world ex EMU</i>	2%
Obbligazioni <i>Corporate</i>	10%
- EMU	6%

(9) 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.

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

<i>Asset class</i>	%
- <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 <i>asset</i> 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 reale del 2,7%), 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</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 (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:

- 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

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.

* * *

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.

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 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 (12);

(12) Il Regolamento attribuisce a tale Funzione, che in realtà – 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.

- 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;
- 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;

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.

- 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 conformità con la normativa e i requisiti vigenti.

(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.

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

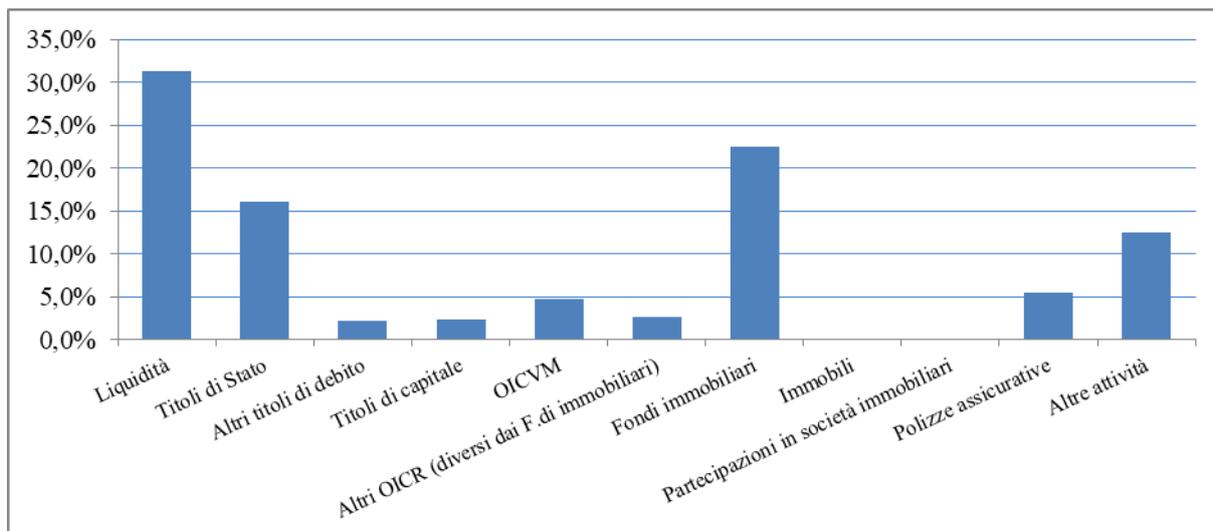
VALORI CONTABILI

Al 31 dicembre 2018 le attività totali detenute dall'Ente ammontano a 1.429,4 mln di euro, in aumento di 109,2 mln di euro rispetto alla fine del 2017 (pari all'8,3%).

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 (44,6 mln di euro) – ammonta a 1.384,8 mln di euro (pari al 96,9% delle attività totali), in aumento di 102,2 mln di euro rispetto alla fine del 2017 (pari all'8%).

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

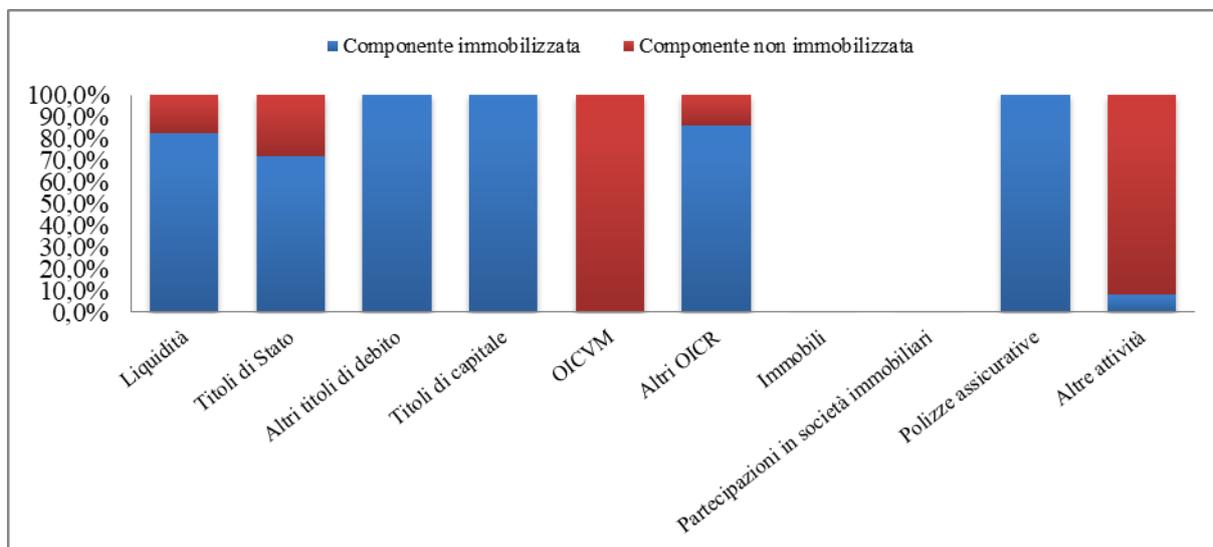
Composizione delle attività a valori contabili e altri dati patrimoniali. (dati di fine anno; importi in migliaia di euro)				
	2017		2018	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	415.031	31,4	448.172	31,4
Titoli di Stato	165.214	12,5	230.136	16,1
Altri titoli di debito	30.386	2,3	31.463	2,2
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	30.386	2,3	31.463	2,2
Titoli di capitale	33.112	2,5	33.480	2,3
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.112	2,5	33.480	2,3
OICR	436.473	33,1	427.348	29,9
- OICVM	65.343	5,0	67.271	4,7
- Altri OICR	371.130	28,1	360.077	25,2
di cui: Fondi immobiliari	332.944	25,2	322.722	22,6
Immobili	-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	77.405	5,9	79.308	5,5
Altre attività	162.643	12,3	179.510	12,6
Totale	1.320.264	100,0	1.429.417	100,0
Passività e patrimonio				
Passività	37.655		44.596	
Patrimonio	1.282.609		1.384.821	
Totale	1.320.264		1.429.417	



Delle suddette attività totali, 1.004,2 mln di euro (pari al 70,3%) costituiscono immobilizzazioni; di queste, le attività mobiliari hanno registrato, nell'anno di riferimento, riprese di valore per 621 mila euro (653 mila euro nel 2017).

L'attivo circolante ammonta a 425,2 mln di euro (pari al 29,7%); le attività mobiliari in esso presenti hanno registrato, nell'anno di riferimento, svalutazioni per 11,1 mln di euro (2,7 mln di euro nel 2017).

Si riporta di seguito il grafico rappresentativo, per ciascuna classe di attività detenuta, della componente immobilizzata (14) e di quella non immobilizzata:



VALORI DI MERCATO

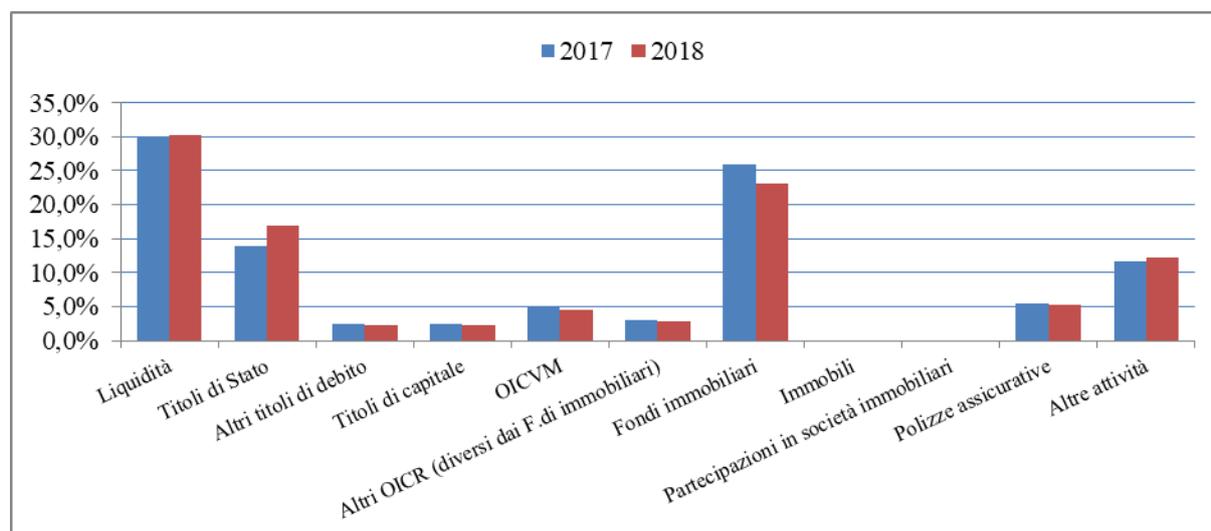
Al 31 dicembre 2018 le attività totali detenute dall'Ente ammontano a 1.475,9 mln di euro, in aumento di 85,1 mln di euro rispetto alla fine del 2017 (pari al 6,1%). Il valore di mercato delle attività totali è quindi superiore a quello contabile di 46,5 mln di euro; tale differenza è

(14) Per la liquidità, tale componente rappresenta un deposito vincolato (con scadenza novembre 2020, come risultante dal bilancio consuntivo 2018) – avente a fine 2018 un valore di 370,1 mln di euro – che l'Ente ha indicato, nelle segnalazioni qui trasmesse, tra le "Altre attività", ma che è stato poi ricompreso appunto nella liquidità.

principalmente riconducibile ai titoli di Stato e ai fondi immobiliari.

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)				
	2017		2018	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	415.031	29,8	448.172	30,3
Titoli di Stato	193.818	13,9	250.109	16,9
Altri titoli di debito	33.614	2,4	33.371	2,3
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.614	2,4	33.371	2,3
Titoli di capitale	33.112	2,4	33.480	2,3
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.112	2,4	33.480	2,3
OICR	474.948	34,2	451.392	30,6
- OICVM	70.865	5,1	67.271	4,6
- Altri OICR	404.083	29,1	384.121	26,0
di cui: Fondi immobiliari	361.329	26,0	341.485	23,1
Immobili	-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	77.405	5,6	79.308	5,4
Altre attività	162.870	11,7	180.105	12,2
Totale	1.390.798	100,0	1.475.937	100,0



La tavola seguente rappresenta la variazione, tra 2017 e 2018, del peso delle diverse tipologie di attivi detenuti:

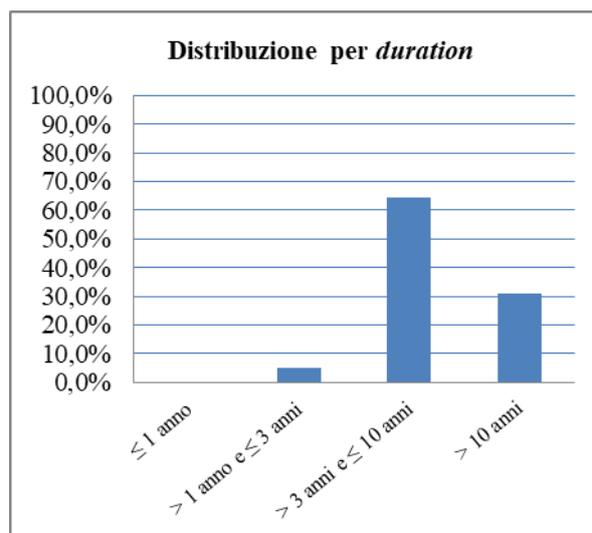
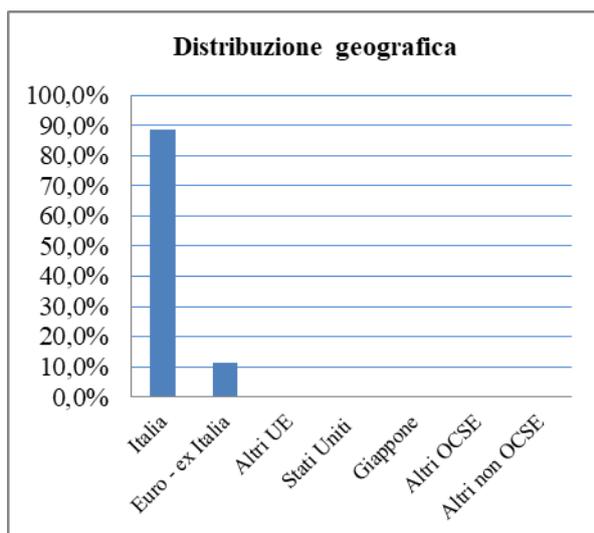
Variazione 2017-2018 del peso degli attivi detenuti.		
<i>(valori in punti percentuali)</i>		
Liquidità	0,5	↑
Titoli di Stato	3,0	↑
Altri titoli di debito	-0,1	↓
- non quotati	-0,1	↓
Titoli di capitale	-0,1	↓
- non quotati	-0,1	↓
OICR	-3,6	↓
- OICVM	-0,5	↓
- Altri OICR	-3,1	↓
di cui: Fondi immobiliari	-2,9	↓
Polizze assicurative	-0,2	↓
Altre attività	0,5	↑

Al riguardo va in particolare evidenziato che il peso della liquidità, già molto significativo alla fine del 2017, risulta essere ulteriormente aumentato anche per effetto delle scelte tattiche operate dall'Ente nel corso del 2018 a fronte dell'avversa congiuntura caratterizzante i mercati finanziari in tale anno, la quale non ha favorito l'effettuazione di operazioni di investimento. Sul punto va tuttavia rilevato che siffatta situazione, ove perdurasse nel tempo con il conseguente protrarsi di un ampio sovrappeso della componente in questione 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.

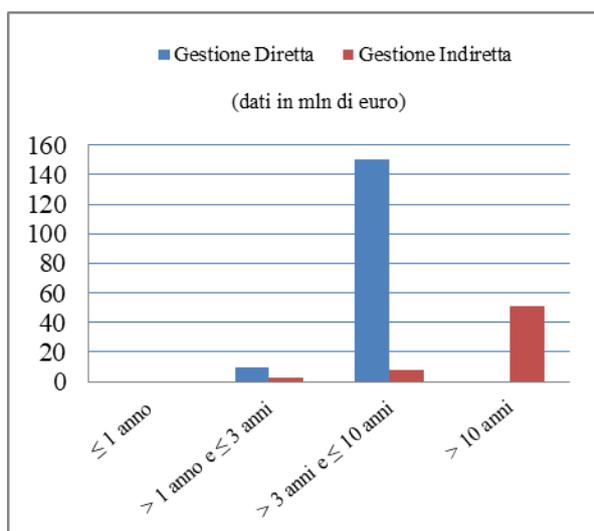
Caratteristiche titoli di debito

I titoli di debito ammontano a 283,5 mln di euro, pari al 19,2% delle attività totali, e sono costituiti per l'88,2% da titoli di Stato e per l'11,8% da titoli *corporate*.

I titoli di Stato ammontano a 250,1 mln di euro, pari al 16,9% delle attività totali, e presentano le seguenti caratteristiche:



I titoli di Stato italiani ammontano a 221,3 mln di euro, di cui 160,5 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:



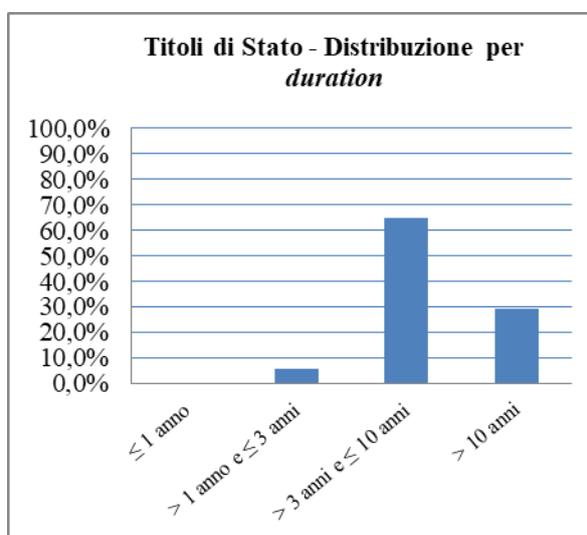
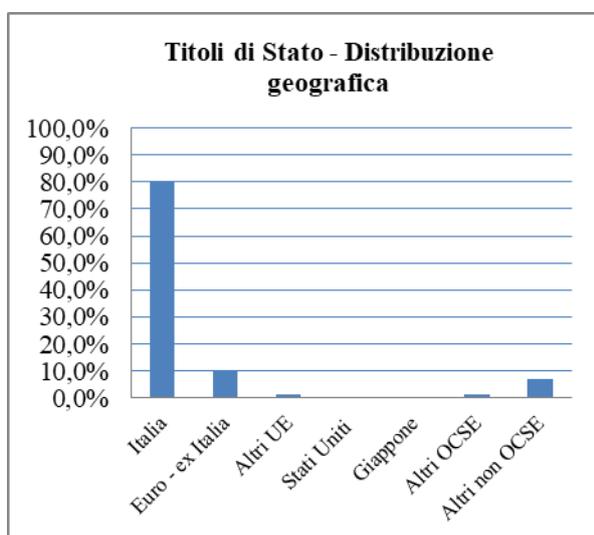
Gli altri titoli di debito – esclusivamente non quotati – ammontano a 33,4 mln di euro, pari al 2,3% delle attività totali, e sono costituiti da due note strutturate: una, senza garanzia di restituzione del capitale investito, con scadenza 2020 e indicizzazione legata a indici azionari; l'altra con garanzia 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.

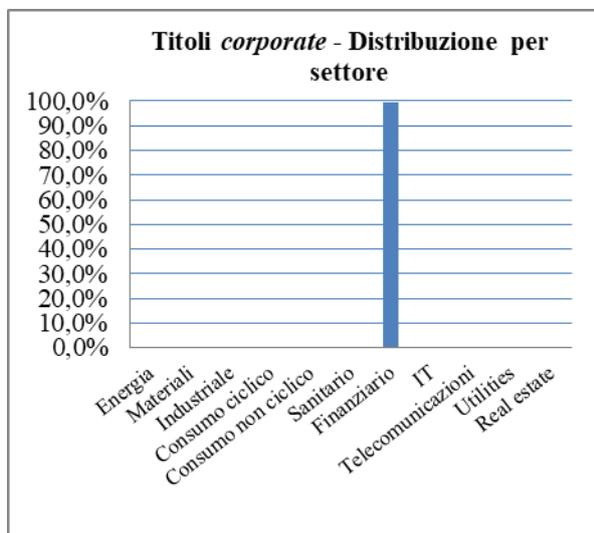
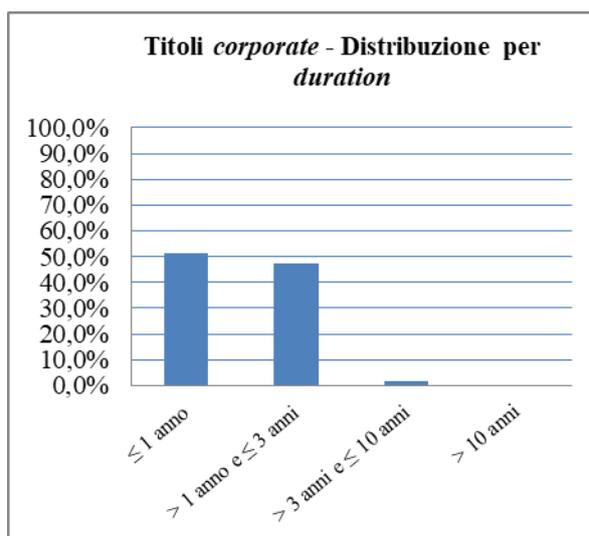
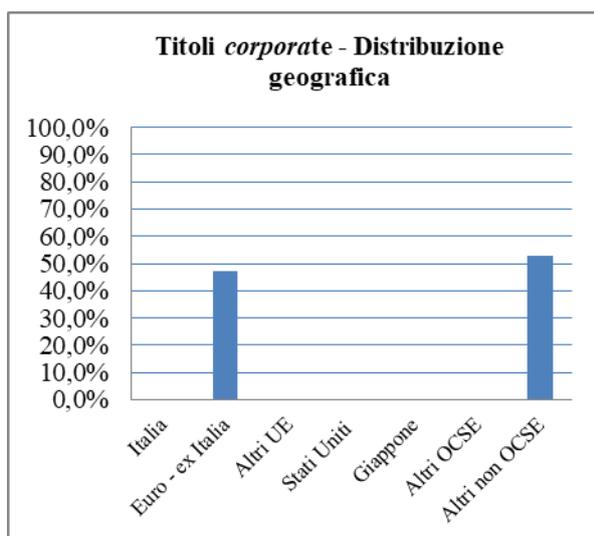
Caratteristiche titoli di capitale

I titoli di capitale – integralmente non quotati – ammontano a 33,5 mln di euro, pari al 2,3% delle attività totali, e sono sostanzialmente rappresentativi della partecipazione detenuta (insieme a CIPAG e INARCASSA) nella società Arpinge S.p.A..

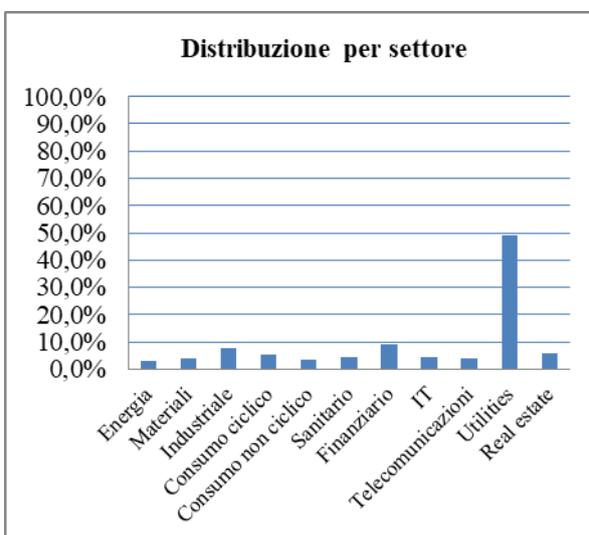
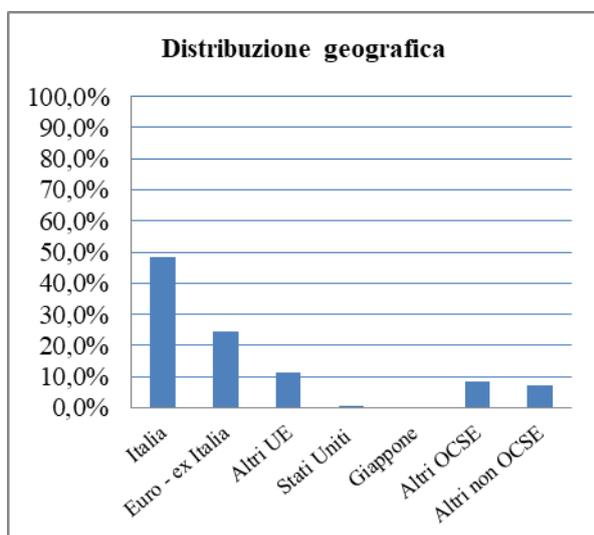
Caratteristiche titoli di debito e di capitale con look through degli OICVM

Tenendo conto anche dei titoli di debito – che peraltro non si riferiscono a emittenti domestici – presenti negli OICVM detenuti (28 mln di euro), l'esposizione obbligazionaria complessiva arriva a 311,5 mln di euro, pari al 21,1% delle attività totali, e risulta costituita per l'89,1% da titoli di Stato e per il 10,9% da titoli *corporate*. Tale componente presenta le seguenti caratteristiche:



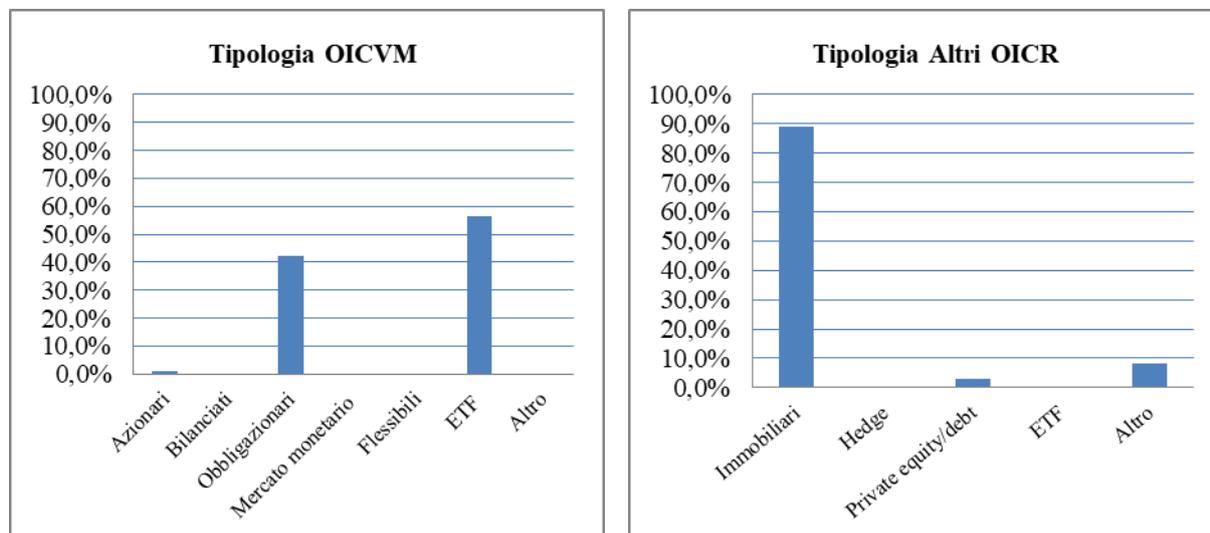


Tenendo conto anche dei titoli di capitale presenti negli OICVM detenuti (38,9 mln di euro), l'esposizione azionaria complessiva arriva a 72,3 mln di euro, pari al 4,9% delle attività totali. Tale componente, che per 35,1 mln di euro si riferisce ad aziende domestiche, presenta le seguenti caratteristiche:



Caratteristiche OICR

Gli OICR ammontano a 451,4 mln di euro, pari al 30,6% delle attività totali, e sono rappresentati da OICVM per 67,3 mln di euro (14,9%) e da altri strumenti finanziari per 384,1 mln di euro (85,1%); per quest'ultimi sussistono inoltre 81,3 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 341,5 mln di euro, pari al 23,1% delle attività totali, e fanno riferimento a 5 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 (tre). Un fondo (Fedora), rappresentativo del 59,9% di tale forma d’investimento, è detenuto quasi esclusivamente dall’Ente (95,74%) e costituisce peraltro la prima posizione con il maggior peso all’interno del portafoglio mobiliare (con un’incidenza sulle attività totali pari al 13,9%). Per le restanti, la quota detenuta varia da un minimo dell’1,33% a un massimo del 31,2% (15); di queste, due rappresentano peraltro la terza e la quarta posizione con il maggior peso all’interno del portafoglio mobiliare (con un’incidenza sulle attività totali rispettivamente pari al 4,1% e al 3,6%).

Le attività rappresentative del complessivo investimento in OICR diversi dagli OICVM fanno principalmente capo a Prelios SGR (204,5 mln di euro, pari al 53,3%), in qualità di gestore del

(15) Si ricorda che tale quota si riferisce all’investimento – disposto con delibera consiliare n. 523 del 22 maggio 2013 – nel comparto Kappa della SICAV di diritto maltese Futura Funds (gestita da Futura Investment Management), il cui valore di mercato alla fine dell’anno in esame è stato indicato, anche nel bilancio consuntivo 2018, pari 5 mln di euro. In relazione a tale investimento, avente ad oggetto un progetto di sviluppo immobiliare afferente al palazzo ex sede della borsa di Budapest, l’Ente ha fatto presente che il gestore:

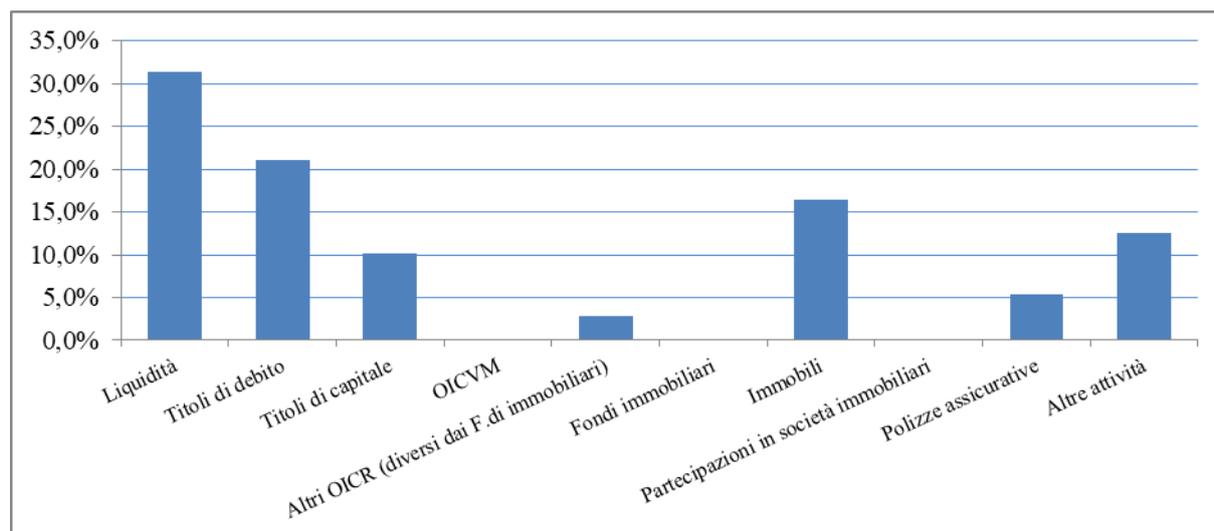
- in considerazione della favorevole situazione del mercato immobiliare della suddetta città e ritenendo di più difficile realizzazione il progetto di sviluppo, ha deciso di non procedere ulteriormente nell’implementazione di quest’ultimo e di vendere l’immobile oggetto dello stesso;
- al momento dell’acquisizione delle informazioni per il presente referto, dopo aver ricevuto diverse manifestazioni di interesse e selezionato le due ritenute più idonee e convenienti, aveva avviato due simultanee trattative volte alla finalizzazione della vendita: una con un gruppo immobiliare internazionale e l’altra con un gruppo immobiliare ungherese.

fondo Fedora, e a Optimum Asset Management S.A. (78,5 mln di euro, pari al 20,4%), in qualità di gestore del fondo immobiliare lussemburghese di cui l'Ente è quotista di due comparti.

Si rappresenta infine che tra le "Altre attività" è presente un investimento in oro fisico per un ammontare di 10,7 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 tipologie di attivi in cui risultano investiti gli OICVM e i fondi immobiliari detenuti (cd. *look through*) (16):



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 all'1,67% (2,38% nel 2017), mentre a valori di mercato è pari all'1,58% (4,57% nel 2017).

* * *

Relativamente poi ai principali fattori positivi e negativi che hanno inciso sul risultato della gestione finanziaria realizzato nel 2018, l'Ente ha evidenziato:

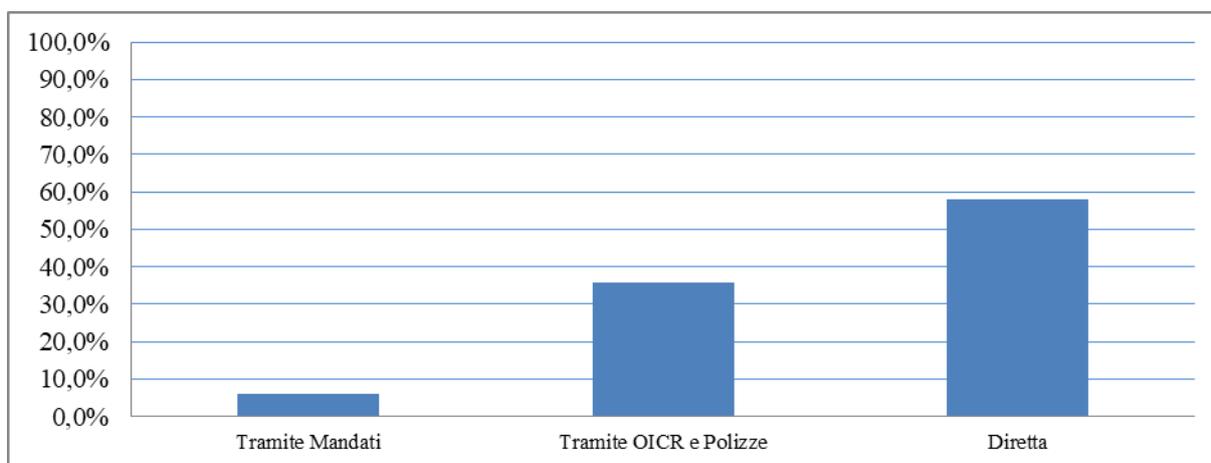
- quali fattori positivi: il flusso cedolare di 9,8 mln di euro del portafoglio governativo italiano e francese; i proventi per oltre 13 mln di euro corrisposti principalmente dagli OICR obbligazionari paesi emergenti, immobiliari ed energie rinnovabili; le plusvalenze per 15,6 mln di euro derivanti dalla vendita di OICR obbligazionari e azionari area euro e paesi emergenti, nonché delle quote di un fondo immobiliare;
- quali fattori negativi: le minusvalenze da valutazione per complessivi 11 mln di euro inerenti a OICR obbligazionari paesi emergenti e azionari area euro e paesi emergenti.

(16) 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.

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 2018 le attività gestite tramite mandati conferiti a intermediari specializzati ammontano a 90,5 mln di euro pari al 6,1% delle attività totali, in diminuzione rispetto ai 93,5 mln di euro del 2017; 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 621,2 mln di euro (corrispondente al 42,1% 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 2017): Amundi SGR e BNP Paribas Investment Partners SGR con una quota di risorse in gestione rispettivamente pari al 38,7% e al 61,3%.

In relazione ai suddetti gestori (a cui sono state corrisposte, nell'anno in esame, commissioni per 84 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
BNP Paribas Investment Partners SGR	Obbligazionario governativo area euro	0,055%	-	come sopra	come sopra

Si fa presente che alla fine dell'anno in esame l'Ente ha proceduto alla cessazione dei suddetti mandati di gestione e al trasferimento degli strumenti finanziari ad essi sottostanti nell'ambito di quelli detenuti direttamente.

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 il 16 febbraio 2020, prevede un compenso – inerente all'intero triennio di riferimento – di 108 mila euro (oltre IVA). Nell'anno in esame detta società è risultata inoltre assegnataria di un incarico – oggetto di affidamento diretto ai sensi dell'art. 36, comma 2, lettera a) del d.lgs. 50/2016 – per lo svolgimento della *due diligence*

sull'investimento in *private equity* promosso dal Fondo Europeo per gli Investimenti; il relativo compenso è stato pari a 10 mila euro (oltre oneri di legge).

L'Ente si è inoltre avvalso, 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, scaduto il 30 giugno 2019, prevedeva un compenso – inerente all'intero triennio di riferimento – di 185 mila euro (oltre IVA).

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

Denominazione	Tipologia incarico	Compenso	Modalità selezione
Studio legale Eversheds Sutherland	Parere sul regolamento e sulla documentazione contrattuale inerente all'investimento in <i>private equity</i> promosso dal Fondo Europeo per gli Investimenti	€ 10.400 (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 vede anche il coinvolgimento del depositario.

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, nonché per i 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 indagine e i connessi indicatori da

(17) In realtà, fintanto che i mandati di gestione sono risultati in essere, tale verifica trimestrale era svolta – come evidenziato nel DPI – dal depositario.

(18) Per completezza si fa presente che il Regolamento prevede inoltre che la Funzione finanza predisponga l'elenco delle operazioni di investimento/disinvestimento dirette 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.

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 documento “Modello di *Risk Management*” citato nella precedente lettera A prevede la predisposizione, da parte della Funzione di controllo con cadenza trimestrale, di una relazione recante le principali evidenze del processo di *risk control* (da trasmettere alla Commissione Investimenti e al Consiglio di amministrazione), il quale relativamente ai rischi finanziari consiste nella verifica secondo una specifica periodicità:

- del profilo rischio/rendimento (in termini di rendimento dall’inizio dell’anno, di volatilità e di *value at risk* – VAR) e dell’esposizione valutaria, entrambi in raffronto a predefiniti valori limite ritenuti di attenzione;
- degli scostamenti rispetto all’AAS adottata;
- dei risultati dell’analisi di *stress testing* sul portafoglio quotato, con evidenza dei rendimenti 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.

Strumenti e profili di analisi

Il *report* mensile predisposto dalla Funzione finanza, nella versione qui trasmessa riferita al 31 dicembre 2018, contiene:

- rendimento a valori di mercato e volatilità (deviazione standard) da inizio anno del portafoglio complessivo, della componente in gestione diretta – e delle relative sotto classi di attivo – 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 le relative sotto classi di attivo – 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 (deviazione standard) 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.

Il *report* settimanale predisposto dalla Funzione finanza, nella versione qui trasmessa riferita al 28 dicembre 2018, contiene le seguenti informazioni riferite alle macro classi di attivo prese in considerazione (obbligazioni governative, obbligazioni *corporate*, obbligazioni *high yield* e paesi emergenti, azioni Europa, azioni globale ex Europa, azioni paesi emergenti, polizze assicurative, infrastrutture, immobiliare, *private equity*, *hedge fund* 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

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.

È stata infine trasmessa la relazione predisposta dalla Funzione di controllo, in qualità di *risk manager*, recante la verifica dei profili richiamati in precedenza con riguardo al quarto trimestre 2018.

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 849,3 mln di euro che comprende, oltre alle attività in gestione delegata, 758,8 mln di euro riferibili alle attività detenute direttamente.

Il relativo contratto – configurato come accordo quadro ai sensi dell'art. 54 del d.lgs.50/2016 e 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) – prevede la seguente struttura commissionale (che per l'anno in esame ha determinato un compenso pari a 258 mila euro):

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)

Si ricorda che nel corso del 2017 l'Ente ha sottoscritto con il depositario anche un contratto inerente all'attività di prestito titoli.

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 2014-2018 il rendimento netto medio annuo composto a valori contabili della gestione finanziaria è pari al 2,04%, mentre a valori di mercato è pari al 4,14%.

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 nominale crescente dal 2,7% del 2018 sino al 3% a partire dal 2022, 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 ad aprile 2019 (su cui si tornerà 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 2,9% a 3 anni e al 3,4% a 10 anni.

* * *

Iniziative adottate dall'Ente nei primi mesi del 2019 o che comunque interessano tale anno.

Con delibera n. 123 del 18 aprile 2019 il Consiglio di amministrazione ha approvato la nuova AAS sulla base delle risultanze dell'ALM predisposta dall'*advisor* finanziario (Prometeia Advisor SIM) nello stesso mese di aprile.

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;
- 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 reale netto, necessario per realizzare la sostenibilità nel suddetto arco temporale, pari allo 0,6%;
- calcola il *funding ratio* (19), 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 definito tenendo anche conto dei seguenti vincoli (20):
 - 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;
 - 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;

(19) 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.

(20) 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 4% per gli investimenti in *commodities*;
- massimo 5% per gli investimenti in *private equity/equity*;
- 25%-35% per gli investimenti in fondi immobiliari e infrastrutturali;
- effettua un'analisi comparata dell'AAS in essere alla data dell'elaborazione e di quella proposta (21) in termini di:
 - profilo rischio/rendimento, 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;
 - *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 un piano di convergenza, verso l'AAS proposta, per il periodo 2019-2021, 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 2019 e 2020.

Con la sopra citata delibera n. 123 del 18 aprile 2019 il Consiglio di amministrazione ha approvato l'AAS proposta dall'*advisor* finanziario che si caratterizza nei seguenti termini (22):

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

Tale assetto strategico presenta – su un orizzonte temporale di 3 anni – un rendimento atteso annuo lordo del 2,9% (corrispondente a un rendimento reale dell'1,9%), a fronte di un rischio espresso in termini di volatilità (deviazione standard) pari al 6,1%.

(21) 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.

(22) A seguito dell'adozione della nuova AAS (e del nuovo bilancio tecnico, ossia quello riferito al 31 dicembre 2017 preso in considerazione – come evidenziato in precedenza – nell'ALM alla base di tale AAS), in data 30 maggio 2019 il Consiglio di amministrazione ha peraltro deliberato l'aggiornamento del DPI, del documento “Modello di *Risk Management*”, del documento “Iter e criteri di analisi delle proposte di investimento” e del “Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio”.

Con la delibera n. 124 sempre del 18 aprile 2019 il Consiglio di amministrazione ha quindi approvato le seguenti bande di oscillazione dei pesi delle singole classi di attività rispetto a quelli assegnati nel suddetto portafoglio strategico (adottando, in pari data con delibera n. 125, anche il piano di convergenza verso quest'ultimo):

<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%