

**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 2021



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, anche sotto il profilo della valutazione degli atti regolamentari adottati dagli Enti stessi ai fini della definizione dei processi gestionali in materia di investimento delle risorse.

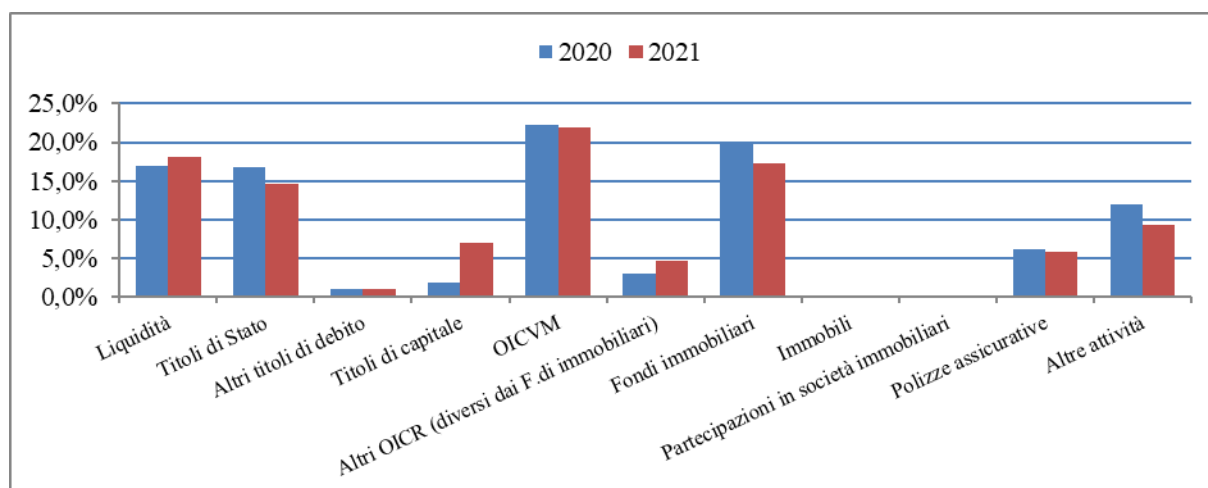
* * *

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 tavola che segue, al 31 dicembre 2021 le attività totali detenute dall'Ente ammontano, a valori di mercato, a 1.900,5 milioni, in aumento di 168,7 milioni rispetto alla fine del 2020 (pari al 9,7%).

Composizione delle attività a valori di mercato. (dati di fine anno; importi in migliaia di euro)	2020		2021	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	294.035	17,0	344.398	18,1
Titoli di Stato	289.597	16,7	278.382	14,7
Altri titoli di debito	18.304	1,1	21.216	1,1
- quotati	-	-	2.514	0,1
- non quotati	18.304	1,1	18.702	1,0
Titoli di capitale	33.480	1,9	133.480	7,0
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.480	1,9	133.480	7,0
OICVM	386.427	22,3	415.025	21,8
- di cui: componente obbligazionaria	184.515	10,7	215.109	11,3
- di cui: componente azionaria	192.774	11,1	176.542	9,3
Altri OICR	394.979	22,8	420.406	22,1
- di cui: fondi immobiliari	343.009	19,8	329.430	17,3
Immobili	-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	108.513	6,3	111.115	5,9
Altre attività	206.486	11,9	176.450	9,3
Totale attività	1.731.821	100,0	1.900.472	100,0
<i>Per memoria</i>				
Investimenti nel real estate	343.009	19,8	329.430	17,3
Immobili	-	-	-	-
Fondi immobiliari	343.009	19,8	329.430	17,3
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Investimenti in titoli di debito	492.416	28,5	514.707	27,1
Titoli di Stato	289.597	16,7	278.382	14,7
Altri titoli di debito	18.304	1,1	21.216	1,1
Titoli di debito sottostanti gli OICVM	184.515	10,7	215.109	11,3
Investimenti in titoli di capitale	226.254	13,0	310.022	16,3
Titoli di capitale	33.480	1,9	133.480	7,0
Titoli di capitale sottostanti gli OICVM	192.774	11,1	176.542	9,3



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 6,34% (2,04% nel 2020).

Nel quinquennio 2017-2021 il rendimento netto medio annuo composto a valori di mercato della gestione finanziaria è pari al 4,12%.

MODALITÀ DI GESTIONE DELLE RISORSE E UTILIZZO DEL DEPOSITARIO

A fine 2021 non sono presenti mandati di gestione conferiti a intermediari specializzati; 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 946,5 milioni (corrispondente al 49,8% delle attività totali).

A fine 2021 l'Ente si avvale di BNP Paribas Securities Services come depositario di una parte delle proprie risorse (pari a 1.381,4 milioni). Il relativo contratto scadrà il 10 gennaio 2023 (per effetto del primo esercizio della facoltà di proroga per un periodo di 12 mesi dell'originaria scadenza, prevista per un massimo di due volte consecutive).

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. 436 del 29 ottobre 2021 – 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 (di seguito, anche DPI) – modificato da ultimo con delibera consiliare n. 45 del 23 giugno 2022 – 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. Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio

Tale documento è stato modificato da ultimo con delibera consiliare n. 438 del 29 ottobre 2021.

* * *

Per completezza si fa presente che in data 29 ottobre 2021 il Consiglio di amministrazione ha deliberato alcune limitate modifiche al "Regolamento per la gestione del patrimonio", al "Documento sulla politica di investimento" (poi aggiornato da ultimo con la suddetta delibera n. 45 del 23 giugno 2022) e al "Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio", finalizzate alla mera correzione di taluni refusi riscontrati nella versione degli stessi approvata con delibere del precedente 27 maggio (1).

* * *

(1) Questi documenti avevano formato oggetto di valutazione da parte della scrivente Commissione a seguito della richiesta formulata dal Ministero del lavoro con lettera prot. 8949 del 5 agosto 2021. Nell'ambito del referto sul 2020, trasmesso a codesti Ministeri con nota prot. 4635 del 28 ottobre 2021, la stessa aveva fatto presente di non avere osservazioni in merito agli interventi novativi su di essi realizzati.

4. Criteri generali di investimento

Tali criteri sono stati modificati da ultimo con delibera del Consiglio di Indirizzo Generale – CIG n. 105 del 19 ottobre 2017, i cui contenuti sono stati confermati con delibera n. 69 del 24 marzo 2022.

OSSERVAZIONI:

La scrivente Commissione ha ritenuto opportuno verificare – tramite un accertamento ispettivo avviato con una richiesta di informazioni e documenti del 15 giugno 2022 e concluso tramite verifica *in loco* nel periodo 17 ottobre-4 novembre 2022 – l’effettiva rispondenza dell’operatività dell’Ente alla regolamentazione interna di cui lo stesso si è dotato in materia di investimenti.

Per quanto riguarda gli aspetti procedurali inerenti all’attività di investimento/disinvestimento contemplati dal “Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio”, e più specificamente dal relativo paragrafo “1.2 Procedura gestione investimenti tattici” (di seguito, la Procedura), si formulano le seguenti osservazioni.

Il punto n. 3 della Procedura prevede che la Funzione Finanza “*Per i nuovi investimenti, svolge il processo di analisi/selezione come descritto nell’art. 3.3 del DPI e con l’eventuale supporto dell’advisor finanziario; attività che termina con la predisposizione della short list delle opportunità di investimento*”.

Al riguardo va preliminarmente rilevato sul piano generale che:

- il processo di selezione, riportato nel suddetto articolo del DPI, riguarda esclusivamente gli OICVM (per i quali è valido un anno) e i fondi di investimento alternativi – FIA (2). Viene pertanto a determinarsi l’assenza di puntuali modalità procedurali a cui riferirsi per la selezione degli strumenti finanziari diversi dagli OICR che sono comunque contemplati dal DPI il quale riporta i limiti di investimento anche con riguardo ai titoli azionari e obbligazionari (3);
- pur essendo il processo selettivo riferito in linea di principio anche ai FIA, la Procedura è in realtà configurata nel suo complesso – con riguardo sia alle diverse fasi che ai soggetti in esse coinvolti – in maniera tale da risultare pienamente adeguata solo per l’operatività di investimento/disinvestimento in OICVM. Di ciò si è avuta conferma in occasione dell’analisi dell’operazione di disinvestimento delle quote del FIA immobiliare OPTIMUM EVOLUTION FUND SIF – PROPERTY III (4);
- in tema di FIA è presente una incongruenza testuale nel DPI che fa rientrare tali strumenti finanziari nell’ambito della “gestione indiretta” – insieme ai mandati di gestione – invece che nella “gestione diretta” al pari degli OICVM.

Venendo poi alle operazioni oggetto di approfondimento, si fa presente che esse traggono origine dalle determinazioni assunte dal Consiglio di amministrazione in data 29 luglio 2021

(2) Il processo di selezione prevede 4 macro fasi: la valutazione dei prerequisiti, l’analisi delle caratteristiche della proposta, la valutazione degli aspetti normativi e fiscali, l’attività di *due diligence*. Tali ultime due fasi risultano essere prerogativa del processo da seguire per l’investimento in FIA.

(3) Stante la suddetta carenza, nella riunione del 27 settembre 2022 il Consiglio di amministrazione ha adottato i criteri di investimento e disinvestimento per i titoli di Stato italiani (nonché l’ammontare complessivo da investire in tali titoli).

(4) Tale operazione è risultata peraltro articolata in maniera particolare; essa prevedeva infatti la vendita di parte delle quote del fondo in due *tranche*, la prima previo pagamento del corrispettivo e la seconda con pagamento differito.

sulla base delle risultanze (oltre che del monitoraggio periodico della gestione finanziaria, su cui si ritornerà) del processo di selezione effettuato dalla Funzione finanza con riguardo alle macro-classi di attività obbligazionario alto rendimento, strumenti di liquidità, azionario e alternativi liquidi.

Anche se la Procedura fa riferimento ai “*nuovi investimenti*”, il suddetto processo selettivo porta invero a individuare – per ciascuna delle suddette macro-classi di attività – non solo i nuovi OICVM da inserire nel portafoglio (5), ma anche quelli già presenti in portafoglio da dismettere integralmente (6) o da mantenere sulla base del relativo andamento rispetto al *benchmark* di riferimento. Viene poi conclusivamente fornito un prospetto rappresentativo della complessiva composizione delle macro-classi di attività prese in considerazione a esito del suddetto processo selettivo.

Rispetto agli OICVM già presenti in portafoglio da dismettere integralmente o da mantenere viene tuttavia solamente fatto presente in termini generici quanto segue: “*un disinvestimento è stato predisposto soltanto qualora il fondo attualmente in portafoglio abbia sottoperformato notevolmente rispetto a fondi appartenenti al benchmark individuato dall’AAS. Sono stati dunque mantenuti tutti quei fondi che sono risultati essere nella classifica tra i più performanti o più in linea con il benchmark individuato dall’AAS*”. Se ne ricava pertanto che la proposta di mantenimento o dismissione di tali strumenti finanziari – formulata in tale sede – trae origine dalle risultanze del monitoraggio periodico della gestione finanziaria (7), come anche confermato dall’Ente. Degli aspetti salienti presi in considerazione da questo punto di vista non c’è tuttavia un’adeguata evidenza documentale.

Il punto n. 4 della Procedura prevede che “*Il fascicolo, completo della relazione della Funzione Finanza e dell’eventuale parere legale, viene portato in Commissione Investimenti che esprime «parere consultivo» sulle proposte di investimento/disinvestimento, preliminare alla valutazione del CdA*”.

Al riguardo va rilevato che il verbale della Commissione Investimenti del 22 luglio 2021 non contiene alcun “*parere consultivo*”, ma una mera presa d’atto delle risultanze dell’attività di selezione svolta dalla Funzione finanza. Da tale verbale risulta peraltro la proposta di investimento in un fondo non contemplato dal documento di analisi della Funzione finanza; proposta formulata quindi senza un’evidenza delle motivazioni alla base della relativa selezione (8).

(5) Si tratta, relativamente alle operazioni oggetto di approfondimento, dell’acquisto di quote dei fondi MIRABAUD-SUST CONV GBL-IH EUR e PICTET TR – ATLAS-I EUR.

(6) Si tratta, relativamente alle operazioni oggetto di approfondimento, della vendita di quote dei fondi ODDO BHF AVENIR EUROPE-CI EUR, FIDELITY FD-EUR DYN G-Y ACC, MS US ADVANTAGE FUND ZH EUR ACC, MSIF GLOBAL OPPORTUNITY-ZH e VF-MTX SUST ASIA L XJ-HI EUR.

(7) Si fa riferimento in particolare ai seguenti *report* che sono inviati, tra gli altri, al Consiglio di amministrazione e al Direttore generale: “*Report Settimanale sulle performance*” (da cui si evincono le plusvalenze latenti sugli strumenti finanziari detenuti), “*Risk Management Report – Analisi ex-post*” (contenente, per portafoglio e sotto portafogli, alcuni indicatori come ad esempio il rendimento di mercato, l’analisi delle *performance* e della rischiosità rispetto al *benchmark*) e “*Risk Management Report – Titoli – Analisi ex-post*” (contenente, per i singoli strumenti finanziari detenuti, i suddetti indicatori).

(8) A tale riguardo, nell’ambito del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 2 novembre 2022, l’Ente ha rappresentato che nel documento riportante l’analisi effettuata dalla Funzione finanza “*manca la tabella che rappresenta il perché della selezione del Sycomore, ovvero dei tematici*

Il punto n. 5 della Procedura prevede che *“Il fascicolo, completo del «parere» della Commissione Investimenti, viene sottoposto al CdA che delibera in merito alle proposte di investimento/disinvestimento, eventualmente conferendo a uno dei consiglieri del CdA o al Direttore Generale le deleghe funzionali all’ esecuzione delle operazioni deliberate”*.

Partendo dalle risultanze del sopra descritto processo selettivo condotto dalla Funzione finanza con riguardo alle macro-classi di attività obbligazionario alto rendimento, strumenti di liquidità, azionario e alternativi liquidi, in data 29 luglio 2021 il Consiglio di amministrazione arriva ad adottare sostanzialmente una delibera “quadro” avente ad oggetto il piano di investimenti per il 2021 inerente all’intero portafoglio detenuto, delegando poi al Direttore Generale l’effettuazione delle attività di investimento e disinvestimento individuate.

Tale piano risulta definito integrando il suddetto prospetto predisposto dalla Funzione finanza (rappresentativo della complessiva composizione delle macro-classi di attività prese in considerazione nella propria attività di selezione) con le ulteriori macro-classi di attività del portafoglio, i cui strumenti finanziari costituenti sono quelli ritenuti da mantenere – analogamente a quanto evidenziato in precedenza – sostanzialmente sulla base delle risultanze del monitoraggio periodico della gestione finanziaria. Per i singoli strumenti finanziari già presenti ovvero da inserire in portafoglio viene poi indicato il massimo ammontare investibile.

Analogamente a quanto rilevato in precedenza con riguardo alla documentazione istruttoria predisposta dalla Funzione finanza, va evidenziato che né la deliberazione assunta né tanto meno la verbalizzazione della riunione consiliare danno conto degli aspetti salienti delle risultanze del monitoraggio periodico della gestione finanziaria presi in considerazione dal Consiglio di amministrazione per assumere le proprie determinazioni circa il mantenimento in portafoglio degli strumenti finanziari relativi alle macro-classi di attività non rientranti nell’analisi effettuata dalla suddetta Funzione. Va inoltre rilevata la mancata evidenza dei criteri utilizzati per la definizione degli importi di massima esposizione previsti per tutti gli strumenti finanziari contemplati dal piano degli investimenti adottato.

I profili sopra evidenziati, da ricollegare alla necessità di una completa ricostruibilità della *ratio* delle decisioni adottate in un’ottica di piena trasparenza, assumono ancor più rilievo se si tiene conto della circostanza che con la suddetta delibera “quadro” il Consiglio di amministrazione definisce in realtà il perimetro di un’operatività finanziaria la cui successiva realizzazione – in termini di investimenti/disinvestimenti dei singoli strumenti finanziari contemplati dal piano adottato – non lo coinvolgerà direttamente in quanto delegata al Direttore generale.

Il punto n. 6 della Procedura prevede che la Funzione finanza *“Predisporre la proposta di investimento/disinvestimento che viene inviata tramite mail a Direttore Generale, Area risorse – Team amministrazione e crea il «fascicolo elettronico» da archiviare”*.

Dalla documentazione trasmessa risulta che tale proposta è accompagnata da un’analisi tecnica la quale suggerisce il *timing* per l’effettuazione dell’operazione, unitamente a considerazioni di carattere del tutto generico. Avuto specifico riguardo alle operazioni di compravendita tempo per tempo effettuate sugli strumenti finanziari ritenuti idonei a essere mantenuti in portafoglio sulla base delle risultanze del monitoraggio periodico della gestione finanziaria (9), va pertanto

energetici” e che la selezione di tale fondo è avvenuta *“in quanto primo ed unico”* fondo attivo del *peer group* di riferimento (essendo già presente in portafoglio un ETF).

(9) Si tratta, relativamente alle operazioni oggetto di approfondimento, della vendita di quote dei fondi ROBECO GL CON TR EQ-IE, COMGEST GROWTH EUROPE-EUR ID e PARVEST GLOBAL ENVIRONMENT-IC, degli ETF ISHARES MSCI US SML CAP ACC e X MSCI WORLD 1C,

rilevata l'assenza delle specifiche valutazioni sulla base delle quali viene proposto l'acquisto o la vendita; valutazioni che dovrebbero fornire un quadro informativo completo ed esplicativo al soggetto che deve poi autorizzare la proposta (in base al punto n. 8 della Procedura, il Presidente o il soggetto delegato; nelle operazioni esaminate il Direttore Generale in quanto soggetto delegato).

Tale profilo è da ricollegare alla necessità di una completa ricostruibilità della *ratio* delle decisioni adottate in un'ottica di piena trasparenza.

Il punto n. 7 della Procedura prevede che l'Area risorse – *Team* amministrazione “*Verifica la proposta di investimento/disinvestimento verso la delibera del Cda e verifica le disponibilità liquide per la provvista tramite conferma mail*”.

Al riguardo va rilevato, sulla base dell'analisi della complessiva documentazione trasmessa, che per tutte le operazioni di vendita di strumenti finanziari diversi dai FIA esaminate non risulta l'esito della verifica rispetto alla delibera consiliare (10). Sul punto l'Ente ha infatti confermato (11) che “*per alcune operazioni è mancata la formalizzazione prevista al punto 7 della procedura*”.

L'esito della suddetta verifica risulta invece presente per le 3 operazioni di acquisto esaminate, anche se per quello inerente alle quote dell'ETF ISHARES EURO INFL-LKD GOVT, nonostante fosse segnalata già nella proposta inviata dalla Funzione finanza la necessità di una provvista, non risulta presente la verifica delle disponibilità liquide.

Il punto n. 10 della Procedura prevede che, a seguito dell'invio dell'ordine di acquisto o vendita da parte della Funzione finanza alla banca depositaria (punto 9.1 della Procedura), quest'ultima “*Contatta il broker, comunica all'Ente il prezzo e la data di regolamento (conferma esecuzione)*”.

Dalla complessiva documentazione trasmessa si è riscontrato che tale passaggio non riguarda i fondi; sul punto l'Ente ha infatti confermato (12) che “*il punto 10 della procedura 1.2 del Manuale riguarda ETF/ETC e singoli titoli azionari e obbligazionari (ad esempio titoli di stato italiani)*”. Per i fondi trova invece applicazione il punto 13 della Procedura secondo cui la banca depositaria “*Esegue ed invia all'Ente mail di avvenuto regolamento dell'operazione*” (entro 3 giorni dopo la conferma dell'ordine da parte del gestore).

A tale ultimo riguardo l'Ente ha inoltre fatto presente che la banca depositaria non effettuerà più la comunicazione di avvenuto regolamento con l'invio della lettera di conferma del gestore, rimettendo tale controllo esclusivamente alla Funzione finanza mediante la piattaforma della banca stessa (con cui detta Funzione effettua anche il controllo sulla corretta immissione degli ordini ed esecuzione degli stessi). Tale attività viene peraltro già svolta a video sia per gli ETF/ETC che per i fondi, dal momento che, come rappresentato dall'Ente (13), “*Dal portale Neolink...è visibile tutta l'operatività relativamente ai fondi, agli etf ed etc*”; essa non risulta però menzionata all'interno della Procedura.

dell'ETC WT BRENT CRUDE OIL, nonché dell'acquisto di quote dell'ETF ISHARES EURO INFL-LKD GOVT.

(10) Va comunque rilevato che il controllo rispetto alla delibera consiliare viene sostanzialmente svolto dalla Funzione finanza in fase di proposta e dal Direttore Generale in fase di autorizzazione della stessa.

(11) In occasione del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 12 ottobre 2022.

(12) In occasione del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 12 ottobre 2022.

(13) In occasione del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 20 settembre 2022.

Si rappresenta infine che dalla documentazione fornita per alcuni fondi venduti (14) o acquistati (15) risulta la circostanza che la banca depositaria ha inviato la *mail* con la lettera di conferma del gestore prima della data di regolamento, con la conseguenza che essa non può formalmente rappresentare la prevista “*mail di avvenuto regolamento dell’operazione*” (16).

Il punto n. 12 della Procedura prevede che, a seguito della richiesta di provvista da parte della Funzione finanza per l’effettuazione di un’operazione di acquisto, l’Area risorse – *Team amministrazione* “*Esegue l’ordine di bonifico in giornata alla Banca e rendiconta a Direttore Generale e Funzione Finanza*”.

In occasione dell’acquisto di quote dell’ETF ISHARES EURO INFL-LKD GOVT si è avuto modo di constatare che non c’è una rendicontazione alla Funzione finanza e al Direttore Generale sull’esecuzione del bonifico. Sul punto l’Ente ha fatto presente (17) che la Funzione finanza successivamente comunque “*verifica che il bonifico sia andato a buon fine attraverso la piattaforma*” della banca depositaria.

Vanno da ultimo rilevate le seguenti incongruenze riscontrate rispetto ad alcune tempistiche previste da taluni punti della Procedura:

- **il punto 2 e la seconda parte del punto 3** fanno riferimento a degli adempimenti (18) da porre in essere entro “*1 settimana dalla richiesta*” senza che tuttavia la Procedura contempli per essi la formulazione di una “*richiesta*”;
- **il punto 8** prevede che il Presidente o il soggetto delegato “*Autorizza la proposta tramite mail di conferma alla Funzione Finanza*” nella stessa giornata in cui viene inviata. Per la vendita di quote del fondo PARVEST GLOBAL ENVIRONMENT-IC l’autorizzazione da parte del Direttore Generale (in quanto soggetto delegato) è intervenuta il giorno successivo;
- **il punto 14** prevede che la Funzione finanza “*Rendiconta dell’avvenuta operazione a CdA, Collego sindacale, Direttore Generale e Area risorse – Team amministrazione*” entro 5 giorni dopo la data di regolamento (è stato riscontrato che ciò avviene tramite l’invio di una *mail* recante una tabella riepilogativa dell’operatività svolta sino a quel momento) (19). Tale

(14) Si fa riferimento alla vendita di quote dei fondi ROBECO GL CON TR EQ-IE, COMGEST GROWTH EUROPE-EUR ID, FIDELITY FD-EUR DYN G-Y ACC e MSIF GLOBAL OPPORTUNITY-ZH.

(15) Si fa riferimento all’acquisto di quote dei fondi MIRABAUD-SUST CONV GBL-IH EUR e PICTET TR - ATLAS-I EUR.

(16) Peraltro, nel caso della vendita di quote del fondo MS US ADVANTAGE FUND ZH EUR ACC la Funzione finanza ha dovuto richiedere alla banca depositaria di effettuare l’invio della lettera di conferma del gestore (ottenendola oltre i 3 giorni previsti dalla Procedura) dal momento che, a seguito di un controllo effettuato sulla piattaforma della banca stessa, il regolamento dell’operazione risultava già effettuato.

(17) In occasione del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 12 ottobre 2022.

(18) Il punto 2 prevede a carico della Funzione finanza l’“*Individuazione delle asset class nelle quali fare nuovi investimenti/disinvestimenti, in base al piano di convergenza all’AAS e all’interno delle bande di oscillazione individuate*”; la seconda parte del punto 3 prevede sempre a carico di detta Funzione che “*Per le opportunità in short list, viene predisposta la documentazione contrattuale per la sottoscrizione, da sottoporre eventualmente al consulente legale per un parere tecnico*” (attività peraltro da riferire solamente ai FIA).

(19) Alla luce di tale previsione della Procedura, che ha effettivamente trovato riscontro nella documentazione trasmessa relativamente alle operazioni oggetto di approfondimento, andrebbe

limite temporale risulta essere stato rispettato solamente per 2 operazioni (20); il mancato rispetto dello stesso è stato imputato dall'Ente (21) ad aspetti interni di tipo organizzativo e all'“*elevata operatività*” che ha quindi portato ad aspettare il regolamento di più operazioni in un determinato periodo di riferimento.

Quanto sopra rappresentato mette in evidenza l'esigenza che:

- venga integrato il contenuto dei documenti istruttori e degli atti in cui si sostanzia il processo decisionale in materia di investimenti/disinvestimenti in modo da fornire un quadro informativo completo ed esplicativo dei presupposti delle proposte formulate e delle conseguenti determinazioni assunte; ciò, al fine di assicurare la completa ricostruibilità della *ratio* delle stesse in un'ottica di piena trasparenza;
- gli aspetti procedurali contemplati dal paragrafo “1.2 Procedura gestione investimenti tattici” del “Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio” – rispetto ai quali l'operatività dell'Ente è risultata comunque sostanzialmente conforme – siano rivisti nell'ottica di assicurare il superamento delle riscontrate incongruenze (rispetto ad alcuni aspetti delle modalità procedurali seguite) e carenze (connesse specificamente alla mancata considerazione degli strumenti finanziari diversi dagli OICR, nonché degli elementi tipici caratterizzanti l'investimento in FIA). Ciò, al fine di disporre di una procedura operativa che costituisca per gli organi e le strutture tecniche dell'Ente una guida chiara e puntuale sulle diverse attività da porre in essere nelle operazioni di investimento/disinvestimento. Nel far questo andrà anche valutata la necessità di apportare modifiche agli altri documenti che costituiscono la complessiva regolamentazione interna dell'Ente in materia di investimenti.

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

modificata la previsione contenuta nell'art. 23, comma 4, del “Regolamento per la gestione del patrimonio” secondo cui “*L'Area risorse – Team amministrazione conferma l'avvenuta esecuzione delle operazioni nei confronti della Funzione Finanza e ne dà informazione alla Funzione Audit e Controllo*”. In relazione a quest'ultima l'Ente ha peraltro fatto presente che l'invio ad essa (riscontrato nella documentazione esaminata) della rendicontazione dell'avvenuta operazione e di altre comunicazioni in fase di esecuzione dell'operazione stessa viene effettuato per agevolare il lavoro relativo alla “*informativa sociale*”.

(20) Si fa riferimento alle operazioni di vendita di quote del fondo PARVEST GLOBAL ENVIRONMENT-IC e dell'ETC WT BRENT CRUDE OIL.

(21) In occasione del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 20 settembre 2022.

- referto, di 4 risorse ivi incluso il relativo responsabile);
- *advisor* finanziario chiamato in particolare a supportare l'Ente nella predisposizione dell'*asset-liability management* –ALM e dell'*asset allocation* strategica (AAS) e tattica (AAT), nella selezione dei gestori/strumenti finanziari e nello sviluppo del sistema di controllo dei rischi.

SOGGETTI COINVOLTI NEL CONTROLLO DELLA GESTIONE FINANZIARIA

Sulla base delle previsioni contenute nel “Regolamento per la gestione del patrimonio” e 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 *audit* e controllo e del depositario.

SOGGETTI CON FUNZIONI DI SUPPORTO CONSULENZIALE

L'Ente si avvale, in qualità di *advisor* finanziario, della società Link Consulting Partners, il cui contratto triennale (con possibilità di proroga per ulteriori due anni) è stato avviato in data 23 dicembre 2020.

L'Ente si avvale, in qualità di *service* amministrativo per la gestione contabile del portafoglio titoli, della società Previnet, il cui contratto scadrà il 30 giugno 2025.

MODALITÀ SELETTIVE DEI SOGGETTI ESTERNI COINVOLTI NELLA GESTIONE FINANZIARIA

Per il depositario e per l'*advisor* finanziario, la selezione risulta condotta mediante procedura aperta ai sensi dell'art. 60 del d.lgs. 50/2016.

Per il *service* amministrativo, la selezione risulta condotta mediante procedura negoziata ai sensi dell'art.1, comma 2, lett. b) del d.l. 76/2020 (convertito con modificazioni dalla l. 120/2020).

POLITICA DI INVESTIMENTO ADOTTATA

Nell'anno in esame il portafoglio strategico di riferimento (AAS) è quello definito sulla base delle risultanze dell'ALM predisposta a febbraio 2021 dall'*advisor* finanziario, caratterizzato – su un orizzonte temporale di 30 anni – da un rendimento annuo atteso del 3,34% (corrispondente a un rendimento annuo reale del 2,45 %), a fronte di un rischio espresso in termini di volatilità (deviazione standard) pari al 6,61%.

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 con delibere consiliari n. 436, 437 e 438 del 29 ottobre 2021 l'Ente ha apportato alcune limitate modifiche (finalizzate alla mera correzione di taluni refusi) rispettivamente al "Regolamento per la gestione del patrimonio" (di seguito, anche Regolamento), al "Documento sulla politica di investimento" (di seguito, anche DPI) e al "Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio", approvati con delibere consiliari del precedente 27 maggio (22). In relazione a tali documenti si ricorda che:

- il Regolamento 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);
- il DPI 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.

Il DPI è stato poi modificato da ultimo con delibera consiliare n. 45 del 23 giugno 2022 al fine di aggiornarne i contenuti alla luce delle delibere consiliari n. 503 e 504 adottate il precedente 31 marzo in materia di *asset allocation* strategica – AAS e di *asset allocation* tattica – AAT sulla base delle risultanze della verifica condotta sull'AAS all'epoca in essere dall'*advisor* finanziario (Link Consulting Partners) nello stesso mese di marzo (documenti su cui si ritornerà nella parte finale del presente referto).

L'Ente ha infine definito i criteri generali di investimento, modificati da ultimo con delibera del Consiglio di Indirizzo Generale – CIG n. 105 del 19 ottobre 2017, i cui contenuti sono stati confermati con delibera n. 69 del 24 marzo 2022.

Ciò premesso, per quanto qui di interesse il Regolamento contempla come prima fase del processo di definizione della politica di investimento l'*asset-liability management* – ALM. Al riguardo si fa presente che con delibera n. 384 del 31 marzo 2021 il Consiglio di amministrazione ha approvato la nuova AAS sulla base delle risultanze dell'ALM predisposta dall'*advisor* finanziario nel precedente mese di febbraio.

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), si caratterizza per i seguenti principali profili:

- analizza il patrimonio dell'Ente, e le sue principali componenti, a valori di mercato al 31 dicembre 2020 (tenendo anche conto, ai fini della valutazione del livello di capitalizzazione, dei crediti verso gli iscritti);

(22) Questi documenti avevano formato oggetto di valutazione da parte della scrivente Commissione a seguito della richiesta formulata dal Ministero del lavoro con lettera prot. 8949 del 5 agosto 2021. Nell'ambito del referto sul 2020, trasmesso a codesti Ministeri con nota prot. 4635 del 28 ottobre 2021, la stessa aveva fatto presente di non avere osservazioni in merito agli interventi novativi su di essi realizzati.

- sulla base dell'ipotesi di non destinare il contributo integrativo al montante individuale degli iscritti e di un tasso di rivalutazione di quest'ultimi pari alla variazione media quinquennale del PIL, rappresenta l'andamento – nel periodo 2021-2070 – dei flussi per contributi e prestazioni, del saldo previdenziale (contributi-prestazioni) e del patrimonio stesso (per il quale viene ipotizzato un rendimento annuo reale pari all'1,29%); l'andamento di tali variabili è rappresentato, nel periodo 2021-2098, anche nell'ipotesi a “gruppo chiuso” (ossia considerando solo le prestazioni in essere e quelle di pertinenza degli iscritti al 31 dicembre 2020, nonché i flussi di contribuzione futura da parte di quest'ultimi), la quale evidenzia un rendimento annuo reale, necessario per realizzare la sostenibilità nel suddetto arco temporale, pari allo 0,51%;
- calcola il *funding ratio* (23), utilizzando per l'attualizzazione la curva dei rendimenti sia dei titoli *corporate* con livello di *rating* A che dei titoli *corporate* del settore finanziario con livello di *rating* BBB;
- ad esito delle valutazioni condotte tenendo anche conto di specifici vincoli di esposizione massima sulle singole classi di attività (24) e di specifiche stime del profilo rischio/rendimento atteso degli investimenti nel fondo immobiliare Fedora (detenuto quasi esclusivamente dall'Ente), nella società Arpinge S.p.A. (partecipata dall'Ente stesso insieme a CIPAG e INARCASSA), nel capitale della Banca d'Italia e nelle polizze assicurative, formula una proposta di portafoglio strategico;
- effettua un'analisi dell'AAS proposta con riguardo al profilo rischio/rendimento e alla capacità di assicurare la sostenibilità, evidenziando in particolare:
 - sull'orizzonte temporale di 3, 10, 30 e 50 anni, il rendimento annuo reale (anche nel 5° percentile) e il rendimento annuo nominale e la relativa volatilità (deviazione standard); tali indicatori vengono peraltro forniti pure in raffronto a quelli di due portafogli strategici caratterizzati da un profilo di rischio più basso e più alto;
 - sull'orizzonte temporale di 3, 10 e 20 anni, il *funding ratio* atteso (anche nel 5° percentile) e la probabilità di piena capitalizzazione, pure nell'ipotesi di destinazione del contributo integrativo – sia nella misura del 50% che dell'80% – al montante individuale degli iscritti;
- ipotizza – relativamente al periodo 2021-2023 – un piano di convergenza verso l'AAS proposta, sulla base del quale vengono poi definite le bande di oscillazione dei pesi delle singole classi di attività rispetto a quelli assegnati nel portafoglio strategico proposto, rappresentative del perimetro entro cui costruire l'AAT.

Con la sopra citata delibera n. 384 del 31 marzo 2021 il Consiglio di amministrazione ha approvato l'AAS proposta dall'*advisor* finanziario che si caratterizza nei seguenti termini:

<i>Asset class</i>	%
Strumenti di liquidità	1,00%
Obbligazioni governative	23,85%
- EMU tasso fisso	6,00%
- EMU <i>Inflation linked</i>	3,00%
- <i>Global</i> ex EMU	7,85%
- Polizze assicurative	7,00%
Obbligazioni <i>Corporate</i>	8,00%
- Euro	1,00%

(23) 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.

(24) Nell'elaborazione è stato fatto riferimento anche a un limite del 35% per gli investimenti illiquidi (dati dal complesso di quelli alternativi, immobiliari e infrastrutturali); limite, questo, che i sopra citati criteri generali di investimento riferiscono comunque alla sola esposizione immobiliare.

<i>Asset class</i>	%
- <i>Global</i>	7,00%
Obbligazioni alto rendimento	9,00%
- <i>High yield</i>	5,00%
- Paesi emergenti	4,00%
Azionario	17,65%
- Europa	4,00%
- <i>Global</i> ex Europa	10,00%
- Paesi emergenti	3,65%
Alternativi liquidi	5,50%
Alternativi illiquidi	9,50%
Immobiliare e infrastrutture	25,50%
Totale	100,00%

Tale assetto strategico presenta – su un orizzonte temporale di 30 anni – un rendimento annuo atteso del 3,34% (corrispondente a un rendimento annuo reale del 2,45%), a fronte di un rischio espresso in termini di volatilità pari al 6,61%.

Con delibera n. 385 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 (25):

<i>Asset class</i>	% minima	% massima
Strumenti di liquidità	1%	13%
Obbligazioni governative	15%	35%
Obbligazioni <i>corporate</i>	4%	12%
Obbligazioni alto rendimento	4%	12%
Azionario	10%	28%
Alternativi liquidi	1%	6%
Alternativi illiquidi	7%	12%
Immobiliare e infrastrutture	20%	35%

Relativamente all'implementazione della politica di investimento definita con l'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 Consiglio di Indirizzo Generale – CIG (26) – indica gli strumenti finanziari investibili, gli specifici requisiti

(25) Con delibera n. 386 di pari data il Consiglio di amministrazione ha infine approvato il piano di convergenza 2021-2023 verso il portafoglio strategico di riferimento.

(26) 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 investibilità nonché i limiti di investimento.

Quanto infine alle modalità gestionali, il Regolamento contempla la gestione sia diretta che indiretta tramite operatori professionali. 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.

Il Regolamento esplicita inoltre gli aspetti di carattere generale 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 e trasparenza del *reporting*; solamente per gli OICVM e i fondi di investimento alternativi – FIA vengono poi indicati, nel DPI, gli specifici aspetti da prendere in considerazione nel relativo 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.

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.

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, conti correnti, pronti contro termine e *time deposit*), con primarie controparti di mercato, alle migliori condizioni e secondo un principio di diversificazione del rischio;
- perseguire la coerenza tra la complessità della gestione e la struttura organizzativa dell'Ente.

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

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 e 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 *audit* e controllo;
- 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.

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 4 risorse ivi incluso il relativo responsabile) presenta le seguenti principali 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 *audit* e controllo al fine di fornire il supporto necessario per la verifica del rispetto del Regolamento e delle procedure per la gestione degli investimenti.

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;
- 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.

* * *

La scrivente Commissione ha ritenuto opportuno verificare – tramite un accertamento ispettivo avviato con una richiesta di informazioni e documenti del 15 giugno 2022 e concluso tramite verifica *in loco* nel periodo 17 ottobre-4 novembre 2022 – l'effettiva rispondenza dell'operatività dell'Ente alla regolamentazione interna di cui lo stesso si è dotato in materia di investimenti.

Per quanto riguarda gli aspetti procedurali inerenti all'attività di investimento/disinvestimento contemplati dal “Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio”, e più specificamente dal relativo paragrafo “1.2 Procedura gestione investimenti tattici” (di seguito, la Procedura), si formulano le seguenti osservazioni.

Il punto n. 3 della Procedura prevede che la Funzione Finanza “*Per i nuovi investimenti, svolge il processo di analisi/selezione come descritto nell'art. 3.3 del DPI e con l'eventuale supporto dell'advisor finanziario; attività che termina con la predisposizione della short list delle opportunità di investimento*”.

Al riguardo va preliminarmente rilevato sul piano generale che:

- il processo di selezione, riportato nel suddetto articolo del DPI, riguarda esclusivamente gli

OICVM (per i quali è valido un anno) e i FIA (27). Viene pertanto a determinarsi l'assenza di puntuali modalità procedurali a cui riferirsi per la selezione degli strumenti finanziari diversi dagli OICR che sono comunque contemplati dal DPI il quale riporta i limiti di investimento anche con riguardo ai titoli azionari e obbligazionari (28);

- pur essendo il processo selettivo riferito in linea di principio anche ai FIA, la Procedura è in realtà configurata nel suo complesso – con riguardo sia alle diverse fasi che ai soggetti in esse coinvolti – in maniera tale da risultare pienamente adeguata solo per l'operatività di investimento/disinvestimento in OICVM. Di ciò si è avuta conferma in occasione dell'analisi dell'operazione di disinvestimento delle quote del FIA immobiliare OPTIMUM EVOLUTION FUND SIF – PROPERTY III (29);
- in tema di FIA è presente una incongruenza testuale nel DPI che fa rientrare tali strumenti finanziari nell'ambito della “gestione indiretta” – insieme ai mandati di gestione – invece che nella “gestione diretta” al pari degli OICVM.

Venendo poi alle operazioni oggetto di approfondimento, si fa presente che esse traggono origine dalle determinazioni assunte dal Consiglio di amministrazione in data 29 luglio 2021 sulla base delle risultanze (oltre che del monitoraggio periodico della gestione finanziaria, su cui si ritornerà) del processo di selezione effettuato dalla Funzione finanza con riguardo alle macro-classi di attività obbligazionario alto rendimento, strumenti di liquidità, azionario e alternativi liquidi.

Anche se la Procedura fa riferimento ai “*nuovi investimenti*”, il suddetto processo selettivo porta invero a individuare – per ciascuna delle suddette macro-classi di attività – non solo i nuovi OICVM da inserire nel portafoglio (30), ma anche quelli già presenti in portafoglio da dismettere integralmente (31) o da mantenere sulla base del relativo andamento rispetto al *benchmark* di riferimento. Viene poi conclusivamente fornito un prospetto rappresentativo della complessiva composizione delle macro-classi di attività prese in considerazione a esito del suddetto processo selettivo.

Rispetto agli OICVM già presenti in portafoglio da dismettere integralmente o da mantenere viene tuttavia solamente fatto presente in termini generici quanto segue: “*un disinvestimento è stato predisposto soltanto qualora il fondo attualmente in portafoglio abbia sottoperformato notevolmente rispetto a fondi appartenenti al benchmark individuato dall'AAS. Sono stati dunque mantenuti tutti quei fondi che sono risultati essere nella classifica tra i più performanti*”

(27) Il processo di selezione prevede 4 macro fasi: la valutazione dei prerequisiti, l'analisi delle caratteristiche della proposta, la valutazione degli aspetti normativi e fiscali, l'attività di *due diligence*. Tali ultime due fasi risultano essere prerogativa del processo da seguire per l'investimento in FIA.

(28) Stante la suddetta carenza, nella riunione del 27 settembre 2022 il Consiglio di amministrazione ha adottato i criteri di investimento e disinvestimento per i titoli di Stato italiani (nonché l'ammontare complessivo da investire in tali titoli).

(29) Tale operazione è risultata peraltro articolata in maniera particolare; essa prevedeva infatti la vendita di parte delle quote del fondo in due *tranche*, la prima previo pagamento del corrispettivo e la seconda con pagamento differito.

(30) Si tratta, relativamente alle operazioni oggetto di approfondimento, dell'acquisto di quote dei fondi MIRABAUD-SUST CONV GBL-IH EUR e PICTET TR – ATLAS-I EUR.

(31) Si tratta, relativamente alle operazioni oggetto di approfondimento, della vendita di quote dei fondi ODDO BHF AVENIR EUROPE-CI EUR, FIDELITY FD-EUR DYN G-Y ACC, MS US ADVANTAGE FUND ZH EUR ACC, MSIF GLOBAL OPPORTUNITY-ZH e VF-MTX SUST ASIA L XJ-HI EUR.

o più in linea con il benchmark individuato dall'AAS". Se ne ricava pertanto che la proposta di mantenimento o dismissione di tali strumenti finanziari – formulata in tale sede – trae origine dalle risultanze del monitoraggio periodico della gestione finanziaria (32), come anche confermato dall'Ente. Degli aspetti salienti presi in considerazione da questo punto di vista non c'è tuttavia un'adeguata evidenza documentale.

Il punto n. 4 della Procedura prevede che *“Il fascicolo, completo della relazione della Funzione Finanza e dell'eventuale parere legale, viene portato in Commissione Investimenti che esprime «parere consultivo» sulle proposte di investimento/disinvestimento, preliminare alla valutazione del CdA”*.

Al riguardo va rilevato che il verbale della Commissione Investimenti del 22 luglio 2021 non contiene alcun *“parere consultivo”*, ma una mera presa d'atto delle risultanze dell'attività di selezione svolta dalla Funzione finanza. Da tale verbale risulta peraltro la proposta di investimento in un fondo non contemplato dal documento di analisi della Funzione finanza; proposta formulata quindi senza un'evidenza delle motivazioni alla base della relativa selezione (33).

Il punto n. 5 della Procedura prevede che *“Il fascicolo, completo del «parere» della Commissione Investimenti, viene sottoposto al CdA che delibera in merito alle proposte di investimento/disinvestimento, eventualmente conferendo a uno dei consiglieri del CdA o al Direttore Generale le deleghe funzionali all'esecuzione delle operazioni deliberate”*.

Partendo dalle risultanze del sopra descritto processo selettivo condotto dalla Funzione finanza con riguardo alle macro-classi di attività obbligazionario alto rendimento, strumenti di liquidità, azionario e alternativi liquidi, in data 29 luglio 2021 il Consiglio di amministrazione arriva ad adottare sostanzialmente una delibera “quadro” avente ad oggetto il piano di investimenti per il 2021 inerente all'intero portafoglio detenuto, delegando poi al Direttore Generale l'effettuazione delle attività di investimento e disinvestimento individuate.

Tale piano risulta definito integrando il suddetto prospetto predisposto dalla Funzione finanza (rappresentativo della complessiva composizione delle macro-classi di attività prese in considerazione nella propria attività di selezione) con le ulteriori macro-classi di attività del portafoglio, i cui strumenti finanziari costituenti sono quelli ritenuti da mantenere – analogamente a quanto evidenziato in precedenza – sostanzialmente sulla base delle risultanze del monitoraggio periodico della gestione finanziaria. Per i singoli strumenti finanziari già presenti ovvero da inserire in portafoglio viene poi indicato il massimo ammontare investibile.

Analogamente a quanto rilevato in precedenza con riguardo alla documentazione istruttoria predisposta dalla Funzione finanza, va evidenziato che né la deliberazione assunta né tanto meno la verbalizzazione della riunione consiliare danno conto degli aspetti salienti delle

(32) Si fa riferimento in particolare ai seguenti *report* che sono inviati, tra gli altri, al Consiglio di amministrazione e al Direttore generale: *“Report Settimanale sulle performance”* (da cui si evincono le plusvalenze latenti sugli strumenti finanziari detenuti), *“Risk Management Report – Analisi ex-post”* (contenente, per portafoglio e sotto portafogli, alcuni indicatori come ad esempio il rendimento di mercato, l'analisi delle *performance* e della rischiosità rispetto al *benchmark*) e *“Risk Management Report – Titoli – Analisi ex-post”* (contenente, per i singoli strumenti finanziari detenuti, i suddetti indicatori).

(33) A tale riguardo, nell'ambito del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 2 novembre 2022, l'Ente ha rappresentato che nel documento riportante l'analisi effettuata dalla Funzione finanza *“manca la tabella che rappresenta il perché della selezione del Sycomore, ovvero dei tematici energetici”* e che la selezione di tale fondo è avvenuta *“in quanto primo ed unico”* fondo attivo del *peer group* di riferimento (essendo già presente in portafoglio un ETF).

risultanze del monitoraggio periodico della gestione finanziaria presi in considerazione dal Consiglio di amministrazione per assumere le proprie determinazioni circa il mantenimento in portafoglio degli strumenti finanziari relativi alle macro-classi di attività non rientranti nell'analisi effettuata dalla suddetta Funzione. Va inoltre rilevata la mancata evidenza dei criteri utilizzati per la definizione degli importi di massima esposizione previsti per tutti gli strumenti finanziari contemplati dal piano degli investimenti adottato.

I profili sopra evidenziati, da ricollegare alla necessità di una completa ricostruibilità della *ratio* delle decisioni adottate in un'ottica di piena trasparenza, assumono ancor più rilievo se si tiene conto della circostanza che con la suddetta delibera "quadro" il Consiglio di amministrazione definisce in realtà il perimetro di un'operatività finanziaria la cui successiva realizzazione – in termini di investimenti/disinvestimenti dei singoli strumenti finanziari contemplati dal piano adottato – non lo coinvolgerà direttamente in quanto delegata al Direttore generale.

Il punto n. 6 della Procedura prevede che la Funzione finanza "*Predisporre la proposta di investimento/disinvestimento che viene inviata tramite mail a Direttore Generale, Area risorse – Team amministrazione e crea il «fascicolo elettronico» da archiviare*".

Dalla documentazione trasmessa risulta che tale proposta è accompagnata da un'analisi tecnica la quale suggerisce il *timing* per l'effettuazione dell'operazione, unitamente a considerazioni di carattere del tutto generico. Avuto specifico riguardo alle operazioni di compravendita tempo per tempo effettuate sugli strumenti finanziari ritenuti idonei a essere mantenuti in portafoglio sulla base delle risultanze del monitoraggio periodico della gestione finanziaria (34), va pertanto rilevata l'assenza delle specifiche valutazioni sulla base delle quali viene proposto l'acquisto o la vendita; valutazioni che dovrebbero fornire un quadro informativo completo ed esplicativo al soggetto che deve poi autorizzare la proposta (in base al punto n. 8 della Procedura, il Presidente o il soggetto delegato; nelle operazioni esaminate il Direttore Generale in quanto soggetto delegato).

Tale profilo è da ricollegare alla necessità di una completa ricostruibilità della *ratio* delle decisioni adottate in un'ottica di piena trasparenza.

Il punto n. 7 della Procedura prevede che l'Area risorse – Team amministrazione "*Verifica la proposta di investimento/disinvestimento verso la delibera del Cda e verifica le disponibilità liquide per la provvista tramite conferma mail*".

Al riguardo va rilevato, sulla base dell'analisi della complessiva documentazione trasmessa, che per tutte le operazioni di vendita di strumenti finanziari diversi dai FIA esaminate non risulta l'esito della verifica rispetto alla delibera consiliare (35). Sul punto l'Ente ha infatti confermato (36) che "*per alcune operazioni è mancata la formalizzazione prevista al punto 7 della procedura*".

L'esito della suddetta verifica risulta invece presente per le 3 operazioni di acquisto esaminate, anche se per quello inerente alle quote dell'ETF ISHARES EURO INFL-LKD GOVT,

(34) Si tratta, relativamente alle operazioni oggetto di approfondimento, della vendita di quote dei fondi ROBEKO GL CON TR EQ-IE, COMGEST GROWTH EUROPE-EUR ID e PARVEST GLOBAL ENVIRONMENT-IC, degli ETF ISHARES MSCI US SML CAP ACC e X MSCI WORLD 1C, dell'ETC WT BRENT CRUDE OIL, nonché dell'acquisto di quote dell'ETF ISHARES EURO INFL-LKD GOVT.

(35) Va comunque rilevato che il controllo rispetto alla delibera consiliare viene sostanzialmente svolto dalla Funzione finanza in fase di proposta e dal Direttore Generale in fase di autorizzazione della stessa.

(36) In occasione del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 12 ottobre 2022.

nonostante fosse segnalata già nella proposta inviata dalla Funzione finanza la necessità di una provvista, non risulta presente la verifica delle disponibilità liquide.

Il punto n. 10 della Procedura prevede che, a seguito dell'invio dell'ordine di acquisto o vendita da parte della Funzione finanza alla banca depositaria (punto 9.1 della Procedura), quest'ultima *“Contatta il broker, comunica all'Ente il prezzo e la data di regolamento (conferma esecuzione)”*.

Dalla complessiva documentazione trasmessa si è riscontrato che tale passaggio non riguarda i fondi; sul punto l'Ente ha infatti confermato (37) che *“il punto 10 della procedura 1.2 del Manuale riguarda ETF/ETC e singoli titoli azionari e obbligazionari (ad esempio titoli di stato italiani)”*. Per i fondi trova invece applicazione il punto 13 della Procedura secondo cui la banca depositaria *“Esegue ed invia all'Ente mail di avvenuto regolamento dell'operazione”* (entro 3 giorni dopo la conferma dell'ordine da parte del gestore).

A tale ultimo riguardo l'Ente ha inoltre fatto presente che la banca depositaria non effettuerà più la comunicazione di avvenuto regolamento con l'invio della lettera di conferma del gestore, rimettendo tale controllo esclusivamente alla Funzione finanza mediante la piattaforma della banca stessa (con cui detta Funzione effettua anche il controllo sulla corretta immissione degli ordini ed esecuzione degli stessi). Tale attività viene peraltro già svolta a video sia per gli ETF/ETC che per i fondi, dal momento che, come rappresentato dall'Ente (38), *“Dal portale Neolink...è visibile tutta l'operatività relativamente ai fondi, agli etf ed etc”*; essa non risulta però menzionata all'interno della Procedura.

Si rappresenta infine che dalla documentazione fornita per alcuni fondi venduti (39) o acquistati (40) risulta la circostanza che la banca depositaria ha inviato la *mail* con la lettera di conferma del gestore prima della data di regolamento, con la conseguenza che essa non può formalmente rappresentare la prevista *“mail di avvenuto regolamento dell'operazione”* (41).

Il punto n. 12 della Procedura prevede che, a seguito della richiesta di provvista da parte della Funzione finanza per l'effettuazione di un'operazione di acquisto, l'Area risorse – Team amministrazione *“Esegue l'ordine di bonifico in giornata alla Banca e rendiconta a Direttore Generale e Funzione Finanza”*.

In occasione dell'acquisto di quote dell'ETF ISHARES EURO INFL-LKD GOVT si è avuto modo di constatare che non c'è una rendicontazione alla Funzione finanza e al Direttore Generale sull'esecuzione del bonifico. Sul punto l'Ente ha fatto presente (42) che la Funzione finanza successivamente comunque *“verifica che il bonifico sia andato a buon fine attraverso*

(37) In occasione del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 12 ottobre 2022.

(38) In occasione del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 20 settembre 2022.

(39) Si fa riferimento alla vendita di quote dei fondi ROBECO GL CON TR EQ-IE, COMGEST GROWTH EUROPE-EUR ID, FIDELITY FD-EUR DYN G-Y ACC e MSIF GLOBAL OPPORTUNITY-ZH.

(40) Si fa riferimento all'acquisto di quote dei fondi MIRABAUD-SUST CONV GBL-IH EUR e PICTET TR - ATLAS-I EUR.

(41) Peraltro, nel caso della vendita di quote del fondo MS US ADVANTAGE FUND ZH EUR ACC la Funzione finanza ha dovuto richiedere alla banca depositaria di effettuare l'invio della lettera di conferma del gestore (ottenendola oltre i 3 giorni previsti dalla Procedura) dal momento che, a seguito di un controllo effettuato sulla piattaforma della banca stessa, il regolamento dell'operazione risultava già effettuato.

(42) In occasione del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 12 ottobre 2022.

la piattaforma” della banca depositaria.

Vanno da ultimo rilevate le seguenti incongruenze riscontrate rispetto ad alcune tempistiche previste da taluni punti della Procedura:

- il **punto 2** e la **seconda parte del punto 3** fanno riferimento a degli adempimenti (43) da porre in essere entro “*1 settimana dalla richiesta*” senza che tuttavia la Procedura contempli per essi la formulazione di una “richiesta”;
- il **punto 8** prevede che il Presidente o il soggetto delegato “*Autorizza la proposta tramite mail di conferma alla Funzione Finanza*” nella stessa giornata in cui viene inviata. Per la vendita di quote del fondo PARVEST GLOBAL ENVIRONMENT-IC l’autorizzazione da parte del Direttore Generale (in quanto soggetto delegato) è intervenuta il giorno successivo;
- il **punto 14** prevede che la Funzione finanza “*Rendiconta dell’avvenuta operazione a CdA, Collego sindacale, Direttore Generale e Area risorse – Team amministrazione*” entro 5 giorni dopo la data di regolamento (è stato riscontrato che ciò avviene tramite l’invio di una mail recante una tabella riepilogativa dell’operatività svolta sino a quel momento) (44). Tale limite temporale risulta essere stato rispettato solamente per 2 operazioni (45); il mancato rispetto dello stesso è stato imputato dall’Ente (46) ad aspetti interni di tipo organizzativo e all’“*elevata operatività*” che ha quindi portato ad aspettare il regolamento di più operazioni in un determinato periodo di riferimento.

Quanto sopra rappresentato mette in evidenza l’esigenza che:

- venga integrato il contenuto dei documenti istruttori e degli atti in cui si sostanzia il processo decisionale in materia di investimenti/disinvestimenti in modo da fornire un quadro informativo completo ed esplicativo dei presupposti delle proposte formulate e delle conseguenti determinazioni assunte; ciò, al fine di assicurare la completa ricostruibilità della *ratio* delle stesse in un’ottica di piena trasparenza;
- gli aspetti procedurali contemplati dal paragrafo “1.2 Procedura gestione investimenti tattici” del “Manuale delle procedure per la gestione del patrimonio” – rispetto ai quali l’operatività dell’Ente è risultata comunque sostanzialmente conforme – siano rivisti nell’ottica di assicurare il superamento delle riscontrate incongruenze (rispetto ad alcuni

(43) Il punto 2 prevede a carico della Funzione finanza l’“*Individuazione delle asset class nelle quali fare nuovi investimenti/disinvestimenti, in base al piano di convergenza all’AAS e all’interno delle bande di oscillazione individuate*”; la seconda parte del punto 3 prevede sempre a carico di detta Funzione che “*Per le opportunità in short list, viene predisposta la documentazione contrattuale per la sottoscrizione, da sottoporre eventualmente al consulente legale per un parere tecnico*” (attività peraltro da riferire solamente ai FIA).

(44) Alla luce di tale previsione della Procedura, che ha effettivamente trovato riscontro nella documentazione trasmessa relativamente alle operazioni oggetto di approfondimento, andrebbe modificata la previsione contenuta nell’art. 23, comma 4, del “Regolamento per la gestione del patrimonio” secondo cui “*L’Area risorse – Team amministrazione conferma l’avvenuta esecuzione delle operazioni nei confronti della Funzione Finanza e ne dà informazione alla Funzione Audit e Controllo*”. In relazione a quest’ultima l’Ente ha peraltro fatto presente che l’invio ad essa (riscontrato nella documentazione esaminata) della rendicontazione dell’avvenuta operazione e di altre comunicazioni in fase di esecuzione dell’operazione stessa viene effettuato per agevolare il lavoro relativo alla “*informativa sociale*”.

(45) Si fa riferimento alle operazioni di vendita di quote del fondo PARVEST GLOBAL ENVIRONMENT-IC e dell’ETC WT BRENT CRUDE OIL.

(46) In occasione del riscontro a una richiesta di chiarimenti formulata in data 20 settembre 2022.

aspetti delle modalità procedurali seguite) e carenze (connesse specificamente alla mancata considerazione degli strumenti finanziari diversi dagli OICR, nonché degli elementi tipici caratterizzanti l'investimento in FIA). Ciò, al fine di disporre di una procedura operativa che costituisca per gli organi e le strutture tecniche dell'Ente una guida chiara e puntuale sulle diverse attività da porre in essere nelle operazioni di investimento/disinvestimento. Nel far questo andrà anche valutata la necessità di apportare modifiche agli altri documenti che costituiscono la complessiva regolamentazione interna dell'Ente in materia di investimenti.

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

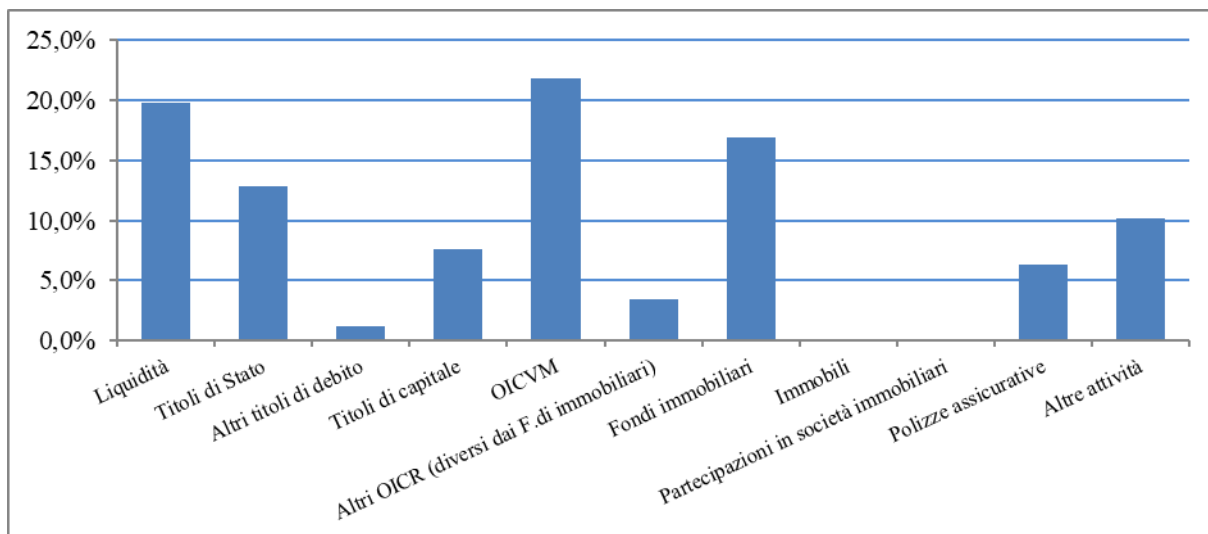
VALORI CONTABILI

Al 31 dicembre 2021 le attività totali detenute dall'Ente ammontano a 1.744,5 milioni, in aumento di 123 milioni rispetto alla fine del 2020 (pari al 7,6%).

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 dell'Ente (49,2 milioni) – ammonta a 1.695,3 milioni (pari al 97,2% delle attività totali), in aumento di 119,6 milioni rispetto alla fine del 2020 (pari al 7,6%).

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

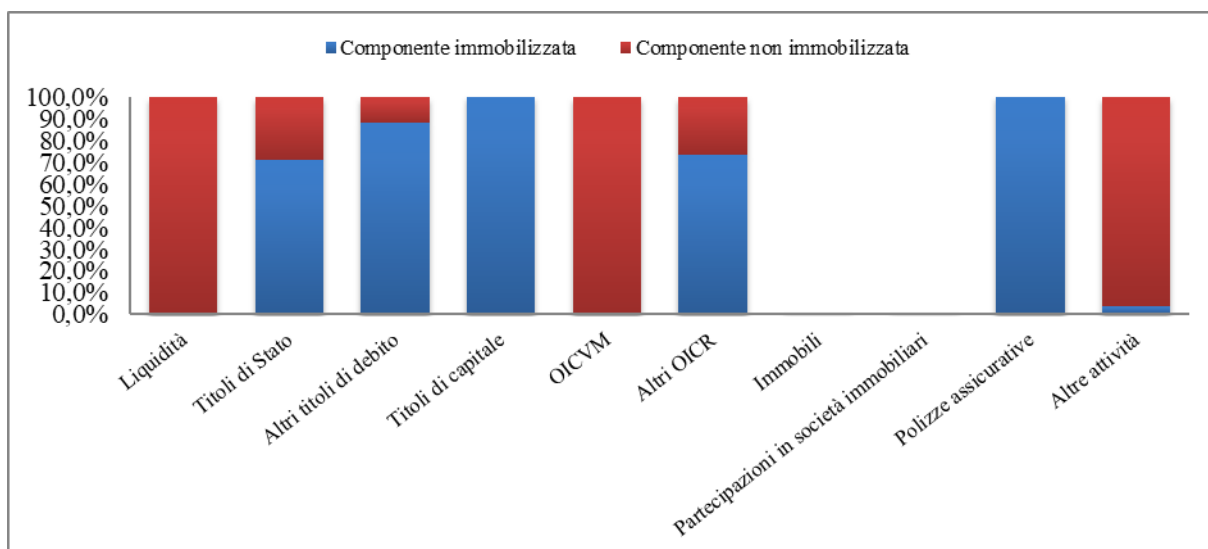
Composizione delle attività a valori contabili e altri dati patrimoniali. <i>(dati di fine anno; importi in migliaia di euro)</i>				
	2020		2021	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	294.035	18,1	344.398	19,7
Titoli di Stato	225.603	13,9	223.667	12,8
Altri titoli di debito	17.190	1,1	20.220	1,2
- quotati	-	-	2.460	0,2
- non quotati	17.190	1,1	17.760	1,0
Titoli di capitale	33.480	2,1	133.480	7,7
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.480	2,1	133.480	7,7
OICR	740.908	45,7	735.206	42,1
- OICVM	371.874	22,9	379.359	21,7
- Altri OICR	369.034	22,8	355.847	20,4
di cui: Fondi immobiliari	323.337	19,9	294.894	16,9
Immobili	-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	108.513	6,7	111.115	6,4
Altre attività	201.788	12,4	176.451	10,1
Totale	1.621.517	100,0	1.744.537	100,0
Passività e patrimonio				
Passività	45.827		49.268	
Patrimonio	1.575.690		1.695.269	
Totale	1.621.517		1.744.537	



Delle suddette attività totali, 689,1 milioni (pari al 39,5%) costituiscono immobilizzazioni; di queste, le attività mobiliari hanno registrato, nell'anno di riferimento, svalutazioni per 6,5 milioni (5,9 milioni nel 2020).

L'attivo circolante ammonta a 1.055,4 milioni (pari al 60,5%); le attività mobiliari in esso presenti hanno registrato, nell'anno di riferimento, riprese di valore per 1,6 milioni (96 mila euro nel 2020) e svalutazioni per 3,5 milioni (2,7 milioni nel 2020).

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



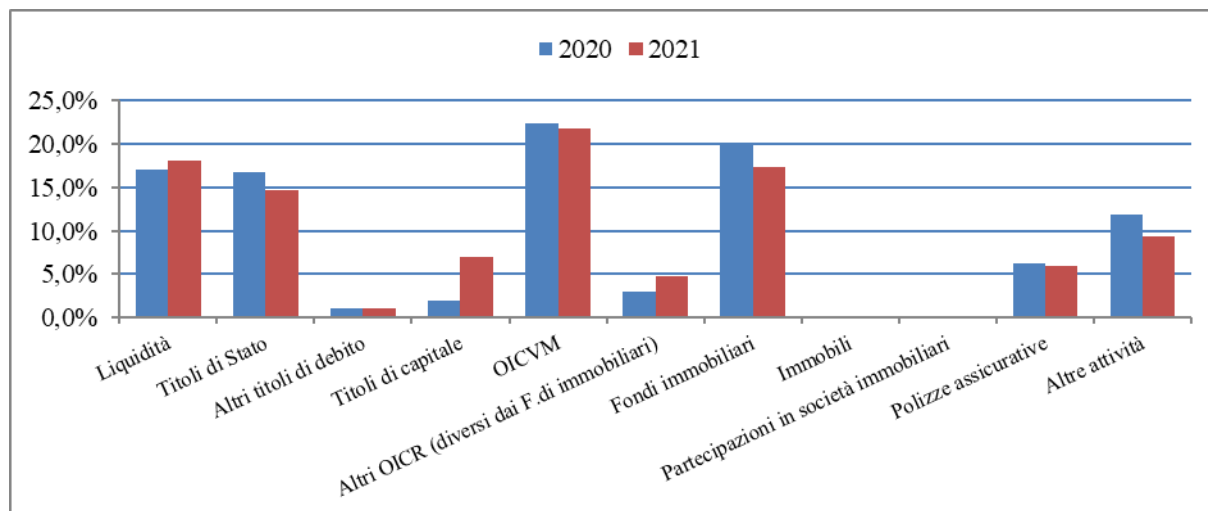
VALORI DI MERCATO

Al 31 dicembre 2021 le attività totali detenute dall'Ente ammontano a 1.900,5 milioni, in aumento di 168,7 milioni rispetto alla fine del 2020 (pari al 9,7%). Il valore di mercato delle attività totali è superiore a quello contabile di 156 milioni.

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)

	2020		2021	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	294.035	17,0	344.398	18,1
Titoli di Stato	289.597	16,7	278.382	14,7
Altri titoli di debito	18.304	1,1	21.216	1,1
- quotati	-	-	2.514	0,1
- non quotati	18.304	1,1	18.702	1,0
Titoli di capitale	33.480	1,9	133.480	7,0
- quotati	-	-	-	-
- non quotati	33.480	1,9	133.480	7,0
OICR	781.406	45,1	835.431	43,9
- OICVM	386.427	22,3	415.025	21,8
- Altri OICR	394.979	22,8	420.406	22,1
di cui: Fondi immobiliari	343.009	19,8	329.430	17,3
Immobili	-	-	-	-
Partecipazioni in società immobiliari	-	-	-	-
Polizze assicurative	108.513	6,3	111.115	5,9
Altre attività	206.486	11,9	176.450	9,3
Totale	1.731.821	100,0	1.900.472	100,0



La tavola seguente rappresenta la variazione, tra 2020 e 2021, del peso delle diverse tipologie di attivi detenuti:

Variazione 2020-2021 del peso degli attivi detenuti. (valori in punti percentuali)		
Attività	p.p	
Liquidità	1,1	↑
Titoli di Stato	-2,0	↓
Altri titoli di debito	0,0	↔
- quotati	0,1	↑
- non quotati	-0,1	↓
Titoli di capitale	5,1	↑
- non quotati	5,1	↑
OICR	-1,2	↓
- OICVM	-0,5	↓
- Altri OICR	-0,7	↓
di cui: Fondi immobiliari	-2,5	↓
Polizze assicurative	-0,4	↓
Altre attività	-2,6	↓

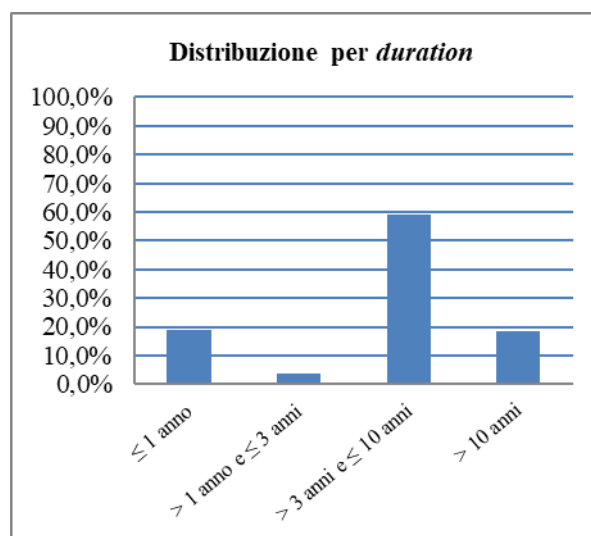
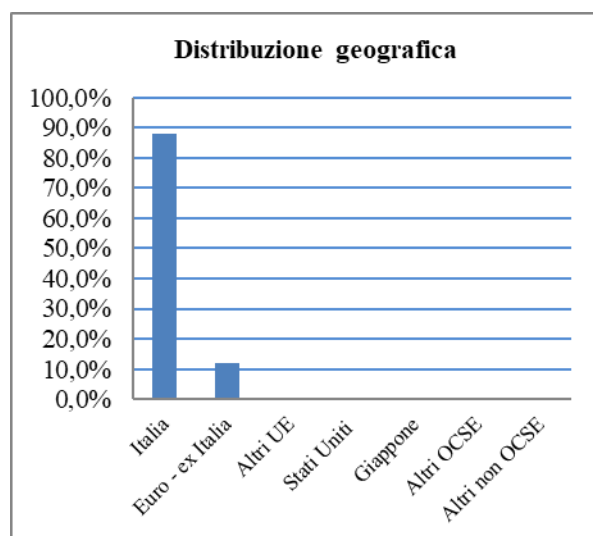
Al riguardo va in particolare evidenziato che:

- l'aumento del peso dei titoli di capitale non quotati è dovuto alla sottoscrizione di quote del capitale della Banca d'Italia per un ammontare pari a 100 milioni;
- la riduzione del peso delle altre attività è anche imputabile alla dismissione dell'investimento in oro fisico per un ammontare pari a circa 14 milioni.

Caratteristiche titoli di debito

I titoli di debito ammontano a 299,6 milioni, pari al 15,8% delle attività totali, e sono costituiti per il 92,9% da titoli di Stato e per il 7,1% da titoli *corporate*.

I titoli di Stato ammontano a 278,4 milioni, pari al 14,7% delle attività totali, e presentano le seguenti caratteristiche:



I titoli di Stato italiani – detenuti direttamente dall'Ente – ammontano a 245,2 milioni e hanno principalmente una vita residua compresa tra 3 e 10 anni (118,2 milioni, pari al 48,2%) e maggiore di 10 anni (69,6 milioni, pari al 28,4%).

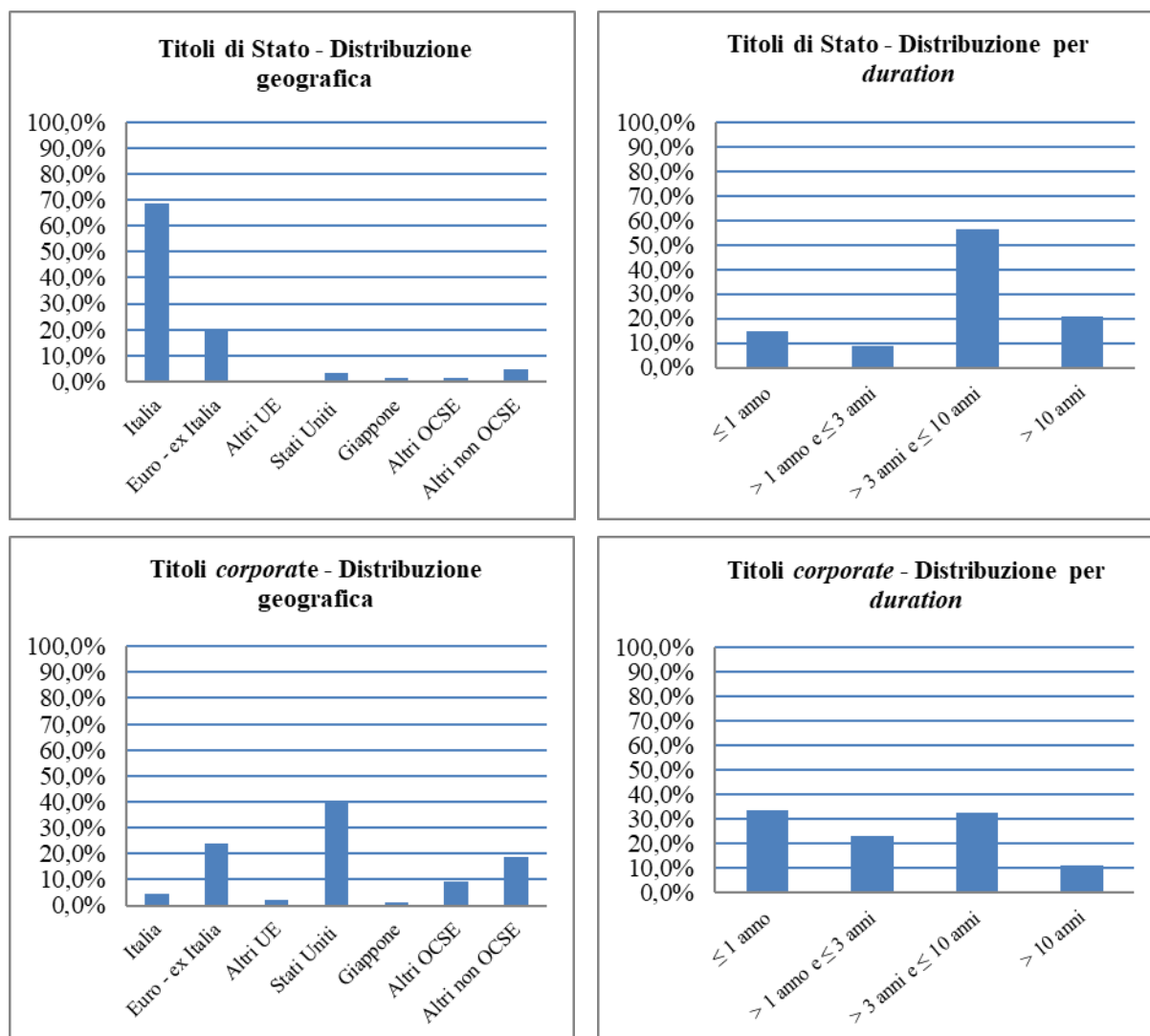
Gli altri titoli di debito ammontano a 21,2 milioni (pari all'1,1% delle attività totali), di cui l'88,2% è rappresentato da una nota strutturata con garanzia di restituzione – a scadenza (2022) – del capitale investito e indicizzazione legata al merito di credito di una banca italiana e a un indice rappresentativo di una strategia *multiasset* a ritorno assoluto.

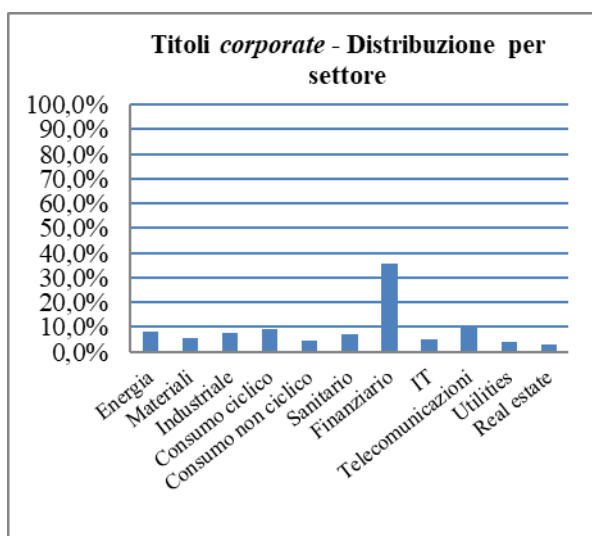
Caratteristiche titoli di capitale

I titoli di capitale – integralmente non quotati – ammontano a 133,5 milioni, pari al 7% delle attività totali, e sono sostanzialmente rappresentati dalle quote del capitale della Banca d'Italia (valorizzate, in base al valore nominale, 100 milioni) e dalla partecipazione detenuta nella società Arpinge S.p.A.

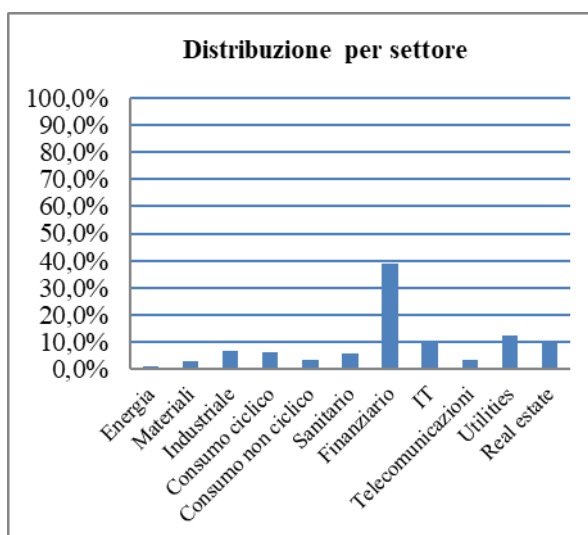
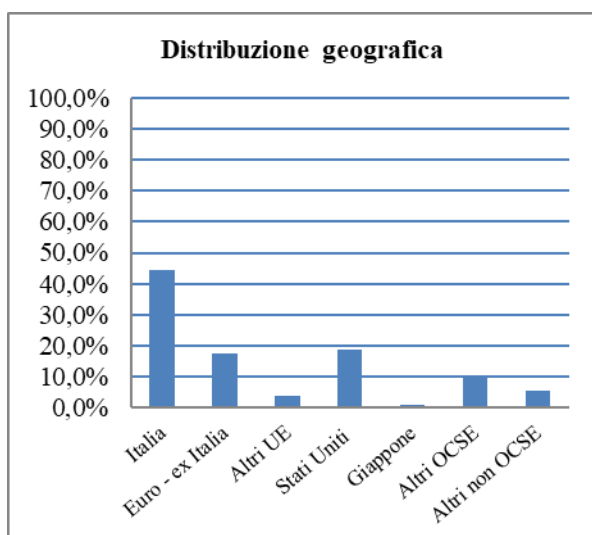
Caratteristiche titoli di debito e di capitale con look through degli OICVM

Tenendo conto anche dei titoli di debito presenti negli OICVM detenuti (215,1 milioni), l'esposizione obbligazionaria complessiva arriva a 514,7 milioni, pari al 27,1% delle attività totali, e risulta costituita per il 74,1% da titoli di Stato e per il 25,9% da titoli *corporate*. Tale componente, che per 268,2 milioni è costituita da emissioni domestiche (riferibili pressoché integralmente alla Repubblica italiana), presenta le seguenti caratteristiche:



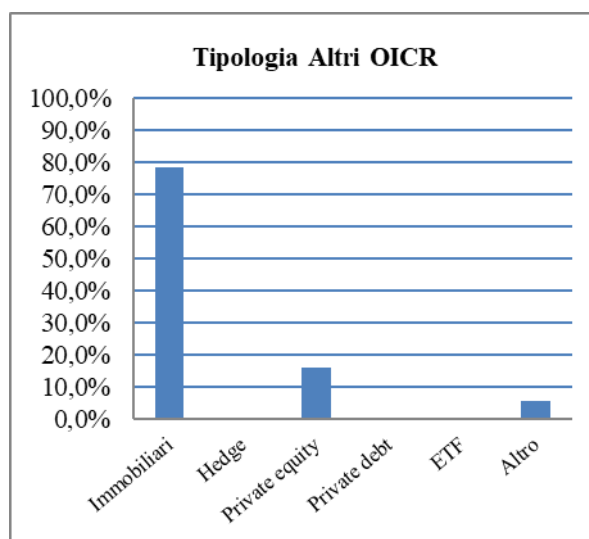
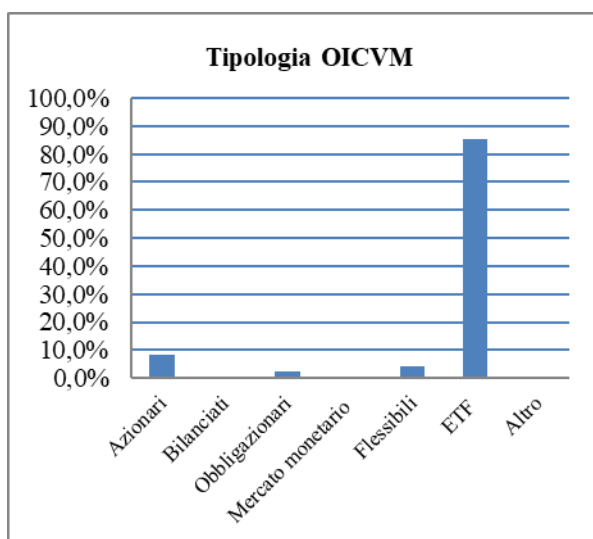


Tenendo conto anche dei titoli di capitale presenti negli OICVM detenuti (176,5 milioni), l'esposizione azionaria complessiva arriva a 310 milioni, pari al 16,3% delle attività totali. Tale componente, che per 137,4 milioni si riferisce ad aziende domestiche, presenta le seguenti caratteristiche:



Caratteristiche OICR

Gli OICR ammontano a 835,4 milioni, pari al 43,9% delle attività totali, e sono rappresentati da OICVM per 415 milioni (49,7%) e da altri strumenti finanziari per 420,4 milioni (50,3%); per quest'ultimi sussistono 43,7 milioni di residui impegni di sottoscrizione. Gli OICR presentano le seguenti caratteristiche:



La voce “Altro” è costituita da un fondo che investe in proprietà boschive e da un fondo che investe in *corporate bonds*.

I fondi immobiliari – che costituiscono l’unico investimento nel *real estate* – ammontano a 329,4 milioni, pari al 17,3% 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 (47). Un fondo (Fedora), rappresentativo della metà di tale forma d’investimento, è detenuto quasi esclusivamente dall’Ente (95,75%).

* * *

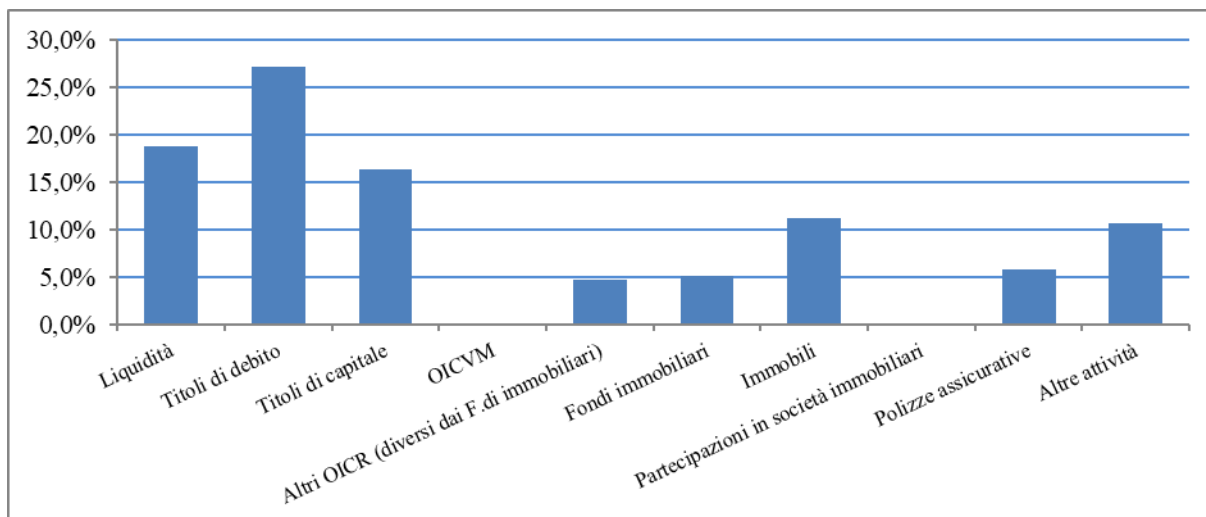
Da ultimo, si ritiene utile fornire di seguito la rappresentazione della composizione delle attività dell’Ente tenendo conto delle diverse tipologie di attivi in cui risultano investiti gli OICVM e i fondi immobiliari detenuti (cosiddetto *look through*) (48):

(47) Tra di essi è presente il comparto Kappa della SICAV di diritto maltese Futura Funds (gestita da Futura Investment Management) avente ad oggetto un progetto di sviluppo immobiliare afferente al palazzo ex sede della borsa di Budapest (BSE). In relazione a questo investimento (il cui valore di mercato a fine 2021 è stato indicato, in continuità con gli anni precedenti, pari a 5 milioni), si ricorda che nel referto sul 2020 si era dato sinteticamente conto dell’avvio di una procedura di *beauty contest* per la vendita di detto cespite da parte della società di diritto ungherese proprietaria dello stesso (partecipata dal comparto per il tramite di una società veicolo), la quale aveva stipulato con CBRE e Cushman & Wakefield un mandato di agenzia congiunto per la promozione di tale vendita a investitori europei e internazionali, partendo da un prezzo base di 56 milioni. Ciò, nonostante le diverse iniziative adottate dall’unico titolare di azioni di classe B del comparto – l’Istituto delle Opere di Religione – IOR – al fine di impedire tale vendita (volta a consentire il rimborso integrale delle azioni di classe A del comparto, con la conseguente restituzione all’Ente della totalità del capitale investito).

Dai chiarimenti forniti dall’Ente per le vie brevi alla scrivente Commissione ai fini del presente referto risulta, in particolare, che con lettera dell’11 aprile 2022 il gestore aveva comunicato che:

- la procedura di vendita internazionale dell’immobile stava proseguendo nonostante il negativo impatto del conflitto bellico tra Russia e Ucraina, risultando in corso due trattative per la cessione del cespite a un prezzo in linea con quello sopra indicato;
- aveva richiesto un incontro alla Commissione Cardinalizia dello IOR finalizzato al raggiungimento di un accordo di desistenza dall’intraprendere ulteriori azioni volte a ostacolare detta vendita.

(48) Si fa presente che, ai fini di tale rappresentazione, le passività gravanti sugli OICVM (del tutto residuali) e sui fondi immobiliari sono state imputate proporzionalmente sulle diverse tipologie di attivi



**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 2,43% (0,79% nel 2020), mentre a valori di mercato è pari al 6,34% (2,04% nel 2020).

* * *

Relativamente poi ai principali fattori positivi e negativi che hanno inciso sul risultato della gestione finanziaria realizzato nel 2021, l'Ente ha evidenziato:

- quali fattori positivi:
 - il flusso cedolare di 9,6 milioni 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 652 mila euro);
 - i proventi per 12,9 milioni relativi principalmente agli ETF e alle quote del capitale della Banca d'Italia;
 - le plusvalenze realizzate con la negoziazione di OICR appostati nell'attivo circolante (27,6 milioni), la vendita di parte delle quote del comparto Property III del fondo immobiliare di diritto lussemburghese Optimum Evolution Fund SIF (6 milioni) e dei lingotti d'oro (3,8 milioni) e la negoziazione di titoli di Stato (161 mila euro);
 - le riprese di valore per 1,6 milioni di euro relative principalmente agli ETF;
- quali fattori negativi: le svalutazioni connesse, per 3,5 milioni, ad alcuni strumenti finanziari appostati nell'attivo circolante e, per 6,5 milioni, alle quote del comparto Property I del suddetto fondo immobiliare, appostate nelle immobilizzazioni finanziarie.

**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.

da essi detenute. Si precisa inoltre che nel grafico i fondi immobiliari rappresentano quelli di livello superiore al primo.

Non sono presenti mandati di gestione conferiti a intermediari specializzati; 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 946,5 milioni (corrispondente al 49,8% delle attività totali).

L'Ente si avvale, in qualità di *advisor* finanziario, della società Link Consulting Partners, selezionata tramite procedura aperta ai sensi dell'art. 60 del d.lgs. 50/2016; il relativo contratto triennale (con possibilità di proroga per ulteriori due anni), avviato in data 23 dicembre 2020, prevede un compenso – riferito all'intero periodo – pari a 102 mila euro (oltre IVA).

L'Ente si avvale, in qualità di *service* amministrativo per la gestione contabile del portafoglio titoli, della società Previnet, selezionata mediante procedura negoziata ai sensi dell'art.1, comma 2, lett. b) del d.l. 76/2020 (convertito con modificazioni dalla l. 120/2020); il relativo contratto, avente scadenza 30 giugno 2025, prevede un compenso – inerente all'intero triennio di riferimento – di 185 mila euro. Per completezza si fa presente che con detta società era in essere un precedente contratto, scaduto il 30 giugno 2022, che prevedeva le medesime condizioni economiche.

Per completezza si fa infine presente che nell'anno in esame l'Ente si è avvalso dello studio legale Mascia – a cui ha corrisposto compensi per 3.210 euro (comprensivi di IVA) – nell'analisi dei seguenti profili: questioni connesse all'investimento nel comparto Kappa (1.459,12 euro) e documentazione contrattuale finalizzata alla dismissione degli investimenti nei fondi gestiti da Optimum Asset Management (1.750,94 euro).

**Lettera
F**

Sistemi di controllo adottati.

Sulla base delle previsioni contenute nel “Regolamento per la gestione del patrimonio” e nel “Documento sulla politica di investimento”, il sistema di controllo della gestione finanziaria (che vede anche il coinvolgimento del depositario) risulta incentrato sulla Funzione finanza.

I suddetti documenti prevedono in particolare che la Funzione finanza predisponga:

- con cadenza settimanale:
 - la situazione della liquidità;
 - un *report* sulle *performance*;
- con cadenza mensile:
 - la situazione complessiva del patrimonio, la suddivisione per *asset class* e per singoli strumenti finanziari, indicando il controvalore di mercato, le *performance* e il rischio;
 - il *report* di verifica del rispetto dell'AAS e dell'AAT;
 - il *report* sui rischi finanziari e il *report* di *performance attribution*;
- con cadenza trimestrale, il *report* di verifica dei vincoli di mandato assegnati a eventuali gestori, anche sulla base di specifiche elaborazioni del depositario;
- con cadenza annuale, il *report* recante i risultati dell'analisi di *stress testing* sul portafoglio e del rischio valutario (49).

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

(49) Per completezza si fa presente che è altresì previsto che essa predisponga tempestivamente: l'elenco delle operazioni di investimento/disinvestimento deliberate e l'elenco delle operazioni approvate dal Consiglio di amministrazione per le quali sono sorti eventuali ostacoli in sede di attuazione.

suddetta reportistica.

Per completezza si fa infine presente che i sopra citati documenti prevedono altresì che la Funzione *audit* e controllo relazioni trimestralmente alla Commissione Investimenti e al Consiglio di amministrazione in merito alle risultanze del processo di *risk control* concernente le verifiche 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.

La suddetta reportistica, alla luce di quanto trasmesso ai fini del presente referto (50), fornisce un articolato quadro informativo sulla gestione finanziaria dell'Ente, idoneo a consentire – ai competenti organi – il monitoraggio dello stato di realizzazione degli obiettivi finanziari stabiliti e dei connessi livelli di rischiosità.

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 della società BNP Paribas Securities Services, selezionata tramite procedura aperta ai sensi dell'art. 60 del d.lgs. 50/2016, come depositario di una parte delle proprie risorse (pari a 1.381,4 milioni) (51). Il relativo contratto, avente scadenza 10 gennaio 2023 (per effetto del primo esercizio della facoltà di proroga per un periodo di 12 mesi dell'originaria scadenza, prevista per un massimo di due volte consecutive) – prevede la seguente struttura commissionale (che per l'anno in esame ha determinato un compenso pari a 281 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)

(50) Va peraltro rilevato che:

- il *report* di verifica dei vincoli assegnati ai gestori, in assenza di mandati, viene predisposto dal depositario facendo riferimento ai limiti di investimento contemplati dallo schema di decreto ex art. 14, comma 3, del d.l. 98/2011, convertito con modificazioni dalla l. 111/2011;
- la relazione della Funzione *audit* e controllo sulle risultanze del processo di *risk control* attiene, tra l'altro, anche alla verifica degli scostamenti rispetto all'AAS adottata (e più precisamente rispetto al piano di convergenza verso quest'ultima, tempo per tempo vigente).

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

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 2017-2021 il rendimento netto medio annuo composto a valori contabili della gestione finanziaria è pari all'1,92%, mentre a valori di mercato è pari al 4,12%.

Relativamente all'ultimo bilancio tecnico predisposto, l'Ente ha fatto presente che si tratta di quello riferito al 31 dicembre 2020, redatto a febbraio 2022 ipotizzando un tasso di rendimento annuo nominale crescente dall'1,88% del 2022 al 3% a partire dal 2031, in presenza di un valore di inflazione crescente dallo 0,88% del 2022 al 2% a partire dal 2031.

In merito all'ultima AAS adottata, l'Ente ha fatto riferimento a quella adottata a marzo 2022 (su cui si tornerà subito dopo) che presenta – su un orizzonte temporale di 30 anni – un tasso di rendimento annuo atteso pari al 3,71%.

* * *

Iniziative adottate dall'Ente nei primi mesi del 2022 o che comunque interessano tale anno.

In data 31 marzo 2022 il Consiglio di amministrazione ha deliberato in materia di AAS e di AAT sulla base delle risultanze dell'analisi predisposta dall'*advisor* finanziario (Link Consulting Partners) nello stesso mese di marzo.

Detta analisi, che si basa sul bilancio tecnico al 31 dicembre 2020 (tuttavia integrato in particolare tenendo conto di un tasso di inflazione di mercato), si caratterizza per i seguenti principali profili:

- analizza il patrimonio dell'Ente, e le sue principali componenti, a valori di mercato al 31 dicembre 2021 (tenendo anche conto, ai fini della valutazione del livello di capitalizzazione, dei crediti verso gli iscritti);
- effettua il raffronto tra la composizione media del portafoglio detenuto dall'Ente nel corso del 2021 e la composizione prevista alla fine di detto anno sulla base del piano di convergenza approvato con la delibera consiliare n. 386 del 31 marzo 2021 (a cui si è fatto riferimento nella precedente lettera A), rilevando il sostanziale allineamento;
- sulla base dell'aggiornamento delle stime inerenti al profilo rischio/rendimento atteso delle macro-classi e sottoclassi di attività costituenti nonché degli investimenti nel fondo immobiliare Fedora, nella società Arpinge S.p.A., nel capitale della Banca d'Italia e nelle polizze assicurative, effettua un'analisi comparata del profilo rischio/rendimento dell'AAS all'epoca in essere con quello valutato al momento della sua definizione, evidenziando in particolare, sull'orizzonte temporale di 3, 10, 30 e 50 anni, il rendimento annuo reale (anche nel 5° percentile) e il rendimento annuo nominale e la relativa volatilità;
- sulla base dell'ipotesi di non destinare il contributo integrativo al montante individuale degli iscritti e di un tasso di rivalutazione di quest'ultimi pari alla variazione media quinquennale del PIL, rappresenta l'andamento – nel periodo 2022-2070 – dei flussi per contributi e prestazioni, del saldo previdenziale (contributi-prestazioni) e del patrimonio stesso (per il quale viene ipotizzato un rendimento annuo reale pari all'1,29%); l'andamento di tali variabili è rappresentato, nel periodo 2022-2099, anche nell'ipotesi a “gruppo chiuso” (ossia considerando solo le prestazioni in essere e quelle di pertinenza degli iscritti al 31 dicembre 2021, nonché i flussi di contribuzione futura da parte di quest'ultimi), la quale evidenzia un rendimento annuo reale, necessario per realizzare la sostenibilità nel suddetto arco

temporale, pari allo 0,53%;

- calcola il *funding ratio* (52), utilizzando per l'attualizzazione la curva dei rendimenti dei titoli *corporate* del settore finanziario con livello di *rating* BBB ed evidenziando le differenze con quanto emerso in occasione dell'elaborazione di febbraio 2021 (a cui si è fatto riferimento nella precedente lettera A);
- effettua un'analisi della sostenibilità dell'Ente (con l'indicazione delle differenze rispetto a quanto emerso in occasione dell'elaborazione di febbraio 2021), evidenziando in particolare, sull'orizzonte temporale di 3, 10 e 20 anni, il *funding ratio* atteso (anche nel 5° percentile) e la probabilità di piena capitalizzazione, pure nell'ipotesi di destinazione del contributo integrativo – sia nella misura del 50% che dell'80% – al montante individuale degli iscritti;
- ad esito delle suddette analisi, conferma la validità dell'AAS all'epoca in essere, delle bande di oscillazione dei pesi delle singole classi di attività rispetto a quelli assegnati nel portafoglio strategico e del piano di convergenza 2021-2023 verso quest'ultimo.

Con delibere n. 503, 504 e 505 del 31 marzo 2022 il Consiglio di amministrazione ha fatto proprie le valutazioni dell'*advisor* finanziario, confermando rispettivamente l'AAS, le bande di oscillazione dei pesi delle singole classi di attività rispetto a quelli assegnati nel portafoglio strategico e il piano di convergenza 2021-2023 verso quest'ultimo, approvati in data 31 marzo 2021 (a cui si è fatto riferimento nella precedente lettera A).

Sulla base delle ipotesi contenute nell'analisi dell'*advisor* finanziario tale assetto strategico presenta, su un orizzonte temporale di 30 anni, un rendimento annuo atteso del 3,71% (corrispondente a un rendimento annuo reale del 2,52%), a fronte di un rischio espresso in termini di volatilità pari al 6,51%.

(52) 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.