

**STUDIO COMMERCIALISTA
DOTTOR
MASSIMO D'AMATO**

Via San Giuliano, 6
29121 Piacenza
Tel. 0523/336273
Fax 0523/328762

CONSIDERAZIONI SUL BILANCIO CONSUNTIVO ENPAM 2024

PREMESSA

Anche quest'anno la Relazione sulla Gestione non indica, nel paragrafo sull'evoluzione prevedibile della gestione, una informativa sufficiente a spiegare come sarà l'evoluzione della "gobba previdenziale" non solo nel prossimo quinquennio, che potrebbe essere una pretesa eccessiva, ma neppure con riferimento al solo 2025. Aumenteranno ancora i pensionati o inizieranno a diminuire ?

Questa parte del bilancio, che rappresenta uno strumento informativo per capire l'andamento futuro dell'ENPAM, è carente anche quest'anno.

CAPITOLO DEL BILANCIO INERENTE AI FABBRICATI (O IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI)

I fabbricati ad uso di terzi (cioè affittati o dati in usufrutto) non si sono mossi rispetto al 2023 e sono elencati nel prospetto a pag. 124 della nota integrativa:

	31/12/2024
Roma Hotel Navona	3.754.480
Roma Hotel delle Nazioni	23.342.789
Roma Hotel Raphael	3.107.857
	30.205.126

Essi sono affittati e nella relazione sulla gestione (pag. 57) gli amministratori dichiarano avere una redditività nel 2024 del 7,49% (era del 7,46% nel 2023), che, al netto dei costi gestionali, diminuisce al 5,63% (era il 5,55% nel 2023) e che dopo le imposte diminuisce a 1,35% (era a 1,42% nel 2023).

L'informazione corrisponde con precisione alla % calcolata sull'affitto percepito nel 2024 pari ad € 2.263.680 ed indicato a pag. 166 della nota integrativa.

Gli immobili affittati non vengono ammortizzati e la scelta del consiglio in tal senso è consolidata da oltre un decennio. Il valore degli ammortamenti sarebbe di 1ml. quindi del tutto ininfluenza su un bilancio di queste dimensioni.

CAPITOLO DEL BILANCIO INERENTE ALLA PARTECIPAZIONE IN ENPAM REAL ESTATE SRL

La relazione di gestione e la nota integrativa della società Enpam Real Estate, allegata al bilancio della Fondazione, attesta che il risultato positivo nel 2023 di 3,8ml si è comunque consolidato nel 2024 raggiungendo l'importo di 2,4ml. La diminuzione va riferita alla diminuzione dei ricavi, ridottisi da 20ml. a 17ml.

La rivalutazione di 2ml. operata sul bilancio della Fondazione per effetto degli utili ottenuti da Enpam Real Estate è corretta, anche se va ricordata l'esistenza di spese sostenute da Enpam Real Estate per immobilizzazioni immateriali di 5.7ml.:

costi impianto ampliamento	0,04
Avviamento per acquisto attività alberghiere	4,19
Migliorie su immobili di terzi	1,47
	5.70

che dovranno essere assorbite dai ricavi dell'attività futura e che potrebbero diminuire il valore della partecipata.

Si segnala inoltre una discrepanza tra il bilancio della Fondazione e quello di Enpam Real Estate.

Nell bilancio della Fondazione i debiti verso Enpam Real Estate sono pari ad € 1.413.220, mentre nel bilancio di Enpam Real Estate i crediti verso la fondazione sono € 985.469. La spiegazione della Fondazione dello scorso anno, cioè la diversa modalità di esposizione in bilancio per effetto della diversa posizione fiscale assunta in ordine al trattamento IVA dalla società Enpam Real Estate rispetto a quella della Fondazione, è coerente sotto il profilo logico, ma sotto il profilo numerico la differenza tra i due saldi, pari ad € 427.751, avrebbe meritato qualche riga di spiegazione nella nota integrativa del bilancio della Fondazione.

CAPITOLO DEL BILANCIO INERENTE ALLE PARTECIPAZIONI IN ENTI, SOCIETA' E FONDI IMMOBILIARI

L'investimento in fondi di private equity (pari a 1.390ml.), private debt (pari a 783ml.) e Venture capital (pari a 30,6ml.) è cresciuto da 1.717ml. a 2.204ml., ed ha fruttato dividendi per 70,2ml. E' presente a bilancio un fondo per svalutazione di 3.6ml. riferito interamente al fondo SATOR (valore 8,3ml. svalutato per 3,6ml.). Nel 2024 è stato chiuso l'investimento al fondo PRINCIPIA II il cui valore di 6ml. al 31/12/2023 era stato svalutato per 5,4ml. Durante il 2024 dal fondo sono stati recuperati 1,6ml., che consente di affermare una performance positiva di 1ml. avvenuta nel 2024.

In base alla tabella inserita a pagina 186-187 della nota integrativa che dettaglia per ogni fondo, la plus/minusvalenza "implicita" al 31/12/2024 derivante dalla differenza tra il valore di bilancio e la valutazione di mercato, esisterebbero plusvalenze implicite di 436ml. sui fondi private equity e plusvalenze implicite di 46,2 ml. sui fondi private debt.

Le plusvalenze implicite dell'anno 2024 sarebbero 492ml. non inserite prudentemente a bilancio perché non realizzate (nel 2023 le plusvalenze implicite erano 362ml.).

Le tabelle indicano delle minusvalenze implicite per 20,7ml. (erano 18,4ml. nel 2023) che non sono state coperte dal fondo svalutazione, perchè giudicate non durevoli (anche se ormai persistono da più anni) perchè non superano il 25% del valore investito nell'ultimo triennio (criterio di svalutazione stabilito a pagina 114 della nota integrativa).

L'investimento in fondi immobiliari è cresciuto da 4.942ml. a 5.209ml. ed i dividendi aumentano a 113,6 ml. (erano 57,3ml. nel 2023) tornando ai livelli del 2022. Le plusvalenze implicite non registrate ammontano a 966ml. (tabella a pag. 187 della nota integrativa) e lo scorso anno erano 987ml.. La tabella contiene anche 17,7ml. di minusvalenze implicite non coperte da alcun fondo svalutazione.

Le spiegazioni date lo scorso anno dalla Fondazione sulle informazioni utilizzate per stabilire il valore di mercato al 31 dicembre dei fondi, non essendo quotati, erano bastate per affermare che non sono calcoli privi di una base informativa. Si presume che anche quest'anno siano stati utilizzati i medesimi criteri.

CONSIDERAZIONI SUI RENDIMENTI DEGLI INVESTIMENTI FINANZIARI

La Relazione sulla Gestione indica a pagina 57 un patrimonio netto della Fondazione di 28.230ml., conteggiando anche le plusvalenze implicite (non in bilancio), al posto del patrimonio contabile indicato nel bilancio per ml.26.862.

In più parti della nota integrativa e della relazione sulla gestione il Consiglio di amministrazione inserisce informazioni basate sulle plusvalenze implicite. Il voler considerare le plusvalenze implicite significa indicare un numero (e dare una informazione) contenente un valore non realizzato. L'informativa sarebbe corretta o meglio, lo sarebbe stato, se al 31 dicembre si fossero venduti tutti i titoli. Ma dato che così non è, e dato che, come abbiamo visto recentemente dopo le esternazioni sui dazi del Presidente U.S.A., le quotazioni dei mercati sono crollate, continuo ad affermare che tale indicazione è ridondante perché fondata sulla tesi dell'inesistenza di rischi sull'investimento in fondi mobiliari e immobiliari.

La Fondazione, riportandoci a quanto già indicato nella Relazione sulla Gestione che si dilunga sulle varie tipologie di asset patrimoniali, dimostra implicitamente di conoscere e valutare costantemente il rischio sugli investimenti. E sono convinto che tale monitoraggio sia continuo, perché non potrebbe essere altrimenti. Lo attestano i brillanti risultati raggiunti quest'anno con gli investimenti finanziari che hanno permesso di ottenere un utile di bilancio così importante.

Ma l'informativa sulla performance degli investimenti finanziari indicata nella Relazione sulla gestione a pag. 57, secondo cui la redditività delle immobilizzazioni finanziarie e delle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni sarebbe del 8,21%, è calcolata in modo profondamente diverso da quella che il sottoscritto preferisce indicare, dando una informazione semplice, immediata, diretta, capibile e misurabile, senza utilizzare plusvalenze latenti registrate solo sul portafoglio, valori mark to market dei derivati sottostanti, ecc. Solo l'investimento in titoli italiani è a rischio zero, e durante il 2024 la Fondazione ha investito solo 225ml. in titoli di Stato italiano.

Ha però investito 487 ml. in fondi mobiliari e 267 ml. in fondi immobiliari, le cui redditività è davvero inferiore all'8%:

	investimento	Dividendi	rendimento	Confronto Rendimento 2023
Fondi mobiliari	2.204,00	70,2	3,19%	2,66%
Fondi immobiliari	5.209,00	113,6	2,18%	1,18%
Banca d'Italia	370	16,8	4,54%	4,54%
	7.783,00	200,60	2,58%	1,72%

Lo scorso anno la redditività media era stata del 1,72%. Nel 2024 è aumentata al 2,58%, tornando ai livelli del 2022.

Senza poi entrare nel dettaglio dalle modalità di esposizione del bilancio, e cioè dalla suddivisione degli investimenti tra le immobilizzazioni finanziarie pari a 2.226 ml. (voce B.III 3 del bilancio pag. 101) e tra il circolante pari a 15.065 ml. (voce C III 6 pag. 102) del bilancio, il rendimento complessivo, iscritto a bilancio, è stato di 1.023 ml. (pari a 98ml. voce c16b del bilancio pag. 105 - *rendimento delle attività finanziarie immobilizzate* + 1.016ml. voce C16c pag. 105 del bilancio - *rendimento sulle attività finanziarie non*

immobilizzate -17ml. voce *dividendi su titoli azionari immobilizzati* relativi ai dividendi Banca d'Italia già considerati nei proventi da partecipazioni – 74ml. voce *perdite derivanti da negoziazioni di titoli dell'attivo circolante* indicati a pag. 184 della nota integrativa).

La redditività, che lo scorso anno era pari al 4,2% - con le modalità di calcolo del sottoscritto – è migliorata aumentando al 6,79% nel 2024, ma sempre lontano da 8,11% (al netto degli oneri di gestione) indicato dagli amministratori a pag. 57 relazione sulla gestione.

D'altronde sono gli stessi amministratori che pagina 67 della relazione sulla gestione, indicano che il documento di sostenibilità pone un rendimento minimo obiettivo pari al 4,24% annuo nominale netto per l'intero patrimonio per gli esercizi fino al 2036 con massimo rischio sugli investimenti pari al 9%.

A pagina 79 della relazione sulla gestione gli amministratori indicano il rendimento del portafoglio complessivo pari a un 5,6% netto cioè superiore al rendimento obiettivo del 4,24%. Però per effettuare questo calcolo gli amministratori continuano ad utilizzare il valore di mercato del patrimonio (e non quello contabile) considerando pertanto come avverate le plusvalenze implicite che non vengono rilevate contabilmente, plusvalenze che comunque essi stessi precisano essere soggetti a cambiamento in base all'andamento dei mercati e al rischio del mercato.

Si contrappongono a queste affermazioni il tasso di rendimento del patrimonio investito indicato a pagina 98 della relazione sulla gestione nel 4,08% che rappresenta il tasso annuo di capitalizzazione per il calcolo del montante contributivo da applicare nei casi di totalizzazione della pensione laddove il medico abbia versato anche a enti previdenziali differenti dall'Enpam.

L'informativa sulla gestione dei titoli appare, in conclusione, indicare rendimenti superiori a quelli effettivamente ritratti.

LE INFORMAZIONI MANCANTI ED IL GIUDIZIO SULLA GESTIONE 2024

Il bilancio dell'ENPAM, nel 2024 chiude in utile di 1.114ml. (nel 2023 di 538ml.)

La gestione previdenziale ha prodotto 120 ml. di utile (nel 2023 erano 178ml.) e quindi, per differenza, tutta la gestione finanziaria ed amministrativa ha prodotto un utile di 994ml. (nel 2023 l'utile era di 360ml.).

Non si può negare che quest'anno, nonostante il differenziale tra le entrate e le uscite previdenziali ormai sia quasi al passivo a causa della crescita della gobba previdenziale e dell'ampliamento della forbice pensionati-iscritti, come mostra la sottostante tabella, il lavoro svolto dal Consiglio di amministrazione nel 2024 sotto il profilo della gestione finanziaria sia stato positivo.

	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2012	crescita	
Numero iscritti	679.330	678.516	682.418	674.144	663.506	656.746	645.893		606.703	72.627	12%
Numero pensionati	342.366	318.904	296.611	273.675	251.648	234.797	218.406		173.326	169.040	98%
valore contributi incassati	3.946ml.	3.521ml.	3.495ml.	3.227ml.	3.218ml.	2.970ml.	2.918ml.		2.151ml.	1795	83%
valore pensioni erogate	3.826ml.	3.343ml.	2.868ml.	2.334ml.	2.038ml.	1.835ml.	1.645ml.		1.161ml.	2665	230%

Il confronto dei numeri della tabella sottostante mostra che negli ultimi 12 anni i pensionati sono raddoppiati, mentre gli iscritti sono cresciuti solo del 12% e l'aumento delle pensioni erogate (+230%) è molto maggiore dell'aumento dei contributi incassati (+83%).

Sia numericamente, sia a valore, i pensionati stanno crescendo molto più degli iscritti e le pensioni erogate in percentuale aumentano molto più in fretta dei contributi incassati. Sarebbe interessante sapere, vista la crescita del numero dei pensionati rispetto al 2023, se siamo sulla sommità della gobba previdenziale o se

siamo ancora in salita. Quanto scritto nel 2023 a pag. 19 della relazione sulla gestione del 2023, riguardante la “gobba previdenziale” non si è propriamente avverato:
si rileva che, dopo il picco di pensionamenti raggiunto negli ultimi anni, sta iniziando la fase discendente della c.d. “gobba pensionistica”;

tant'è che quest'anno nella relazione sulla gestione a pagina 19 viene scritto che:
“dopo il lieve decremento registrato lo scorso anno, la numerosità delle nuove pensioni ordinarie nel loro complesso risulta nuovamente in crescita”

Non esiste nel bilancio una informativa su cosa ci si debba aspettare nei prossimi anni.

Se esiste una vera e propria informativa sulla “gobba previdenziale” in altri documenti, quali, ad esempio, una qualsiasi nota tecnica redatta da uno Studio attuariale, sarebbe corretto inserire tale informativa nella nota integrativa e specificatamente nel paragrafo sull'evoluzione prevedibile della gestione per descrivere meglio ciò che avverrà, per una miglior valutazione sulle prospettive future della Fondazione.

Il Consiglio di amministrazione dimostra di aver ben presente il problema della Gobba previdenziale e cerca di affrontare il problema, anche perchè il patrimonio ENPAM, essendo di 26,8mld., può coprire le attuali pensioni per 7 anni e tale proporzione cala di anno in anno (l'anno scorso era appena sotto gli 8 anni).

E l'unico modo di affrontarlo è aumentare il rendimento del patrimonio dell'Ente.

Per quanto riguarda l'anno 2024, non si può certo sottacere l'impegno ed il successo ottenuto dal Consiglio di amministrazione nell'ottenere un rendimento che deve essere apprezzato anche da chi, come il sottoscritto, è sempre stato critico per l'informativa inserita nel bilancio d'esercizio. Sono questi risultati ottenuti che mi fanno ritenere il bilancio degno di approvazione, pur essendo l'informativa migliorabile, poiché il bilancio non va inteso solo come strumento valutativo del lavoro svolto.

Piacenza, 19 aprile 2025

Massimo d'Amato
