

**STUDIO COMMERCIALISTA
DOTTOR
MASSIMO D'AMATO**

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

CONSIDERAZIONI SUL BILANCIO CONSUNTIVO ENPAM 2023

PREMESSA

La riunione tenutasi lo scorso anno con i vertici del Consiglio di Amministrazione della Fondazione non è stata del tutto negativa anche se in quella sede era emersa una interpretazione, dal mio punto di vista, solo parziale della finalità che deve raggiungere il bilancio d'esercizio. Esso, infatti, non è solo una questione numerica, per cui i numeri o sono giusti o sono sbagliati, perché il codice civile assegna pari importanza all'informativa del bilancio che rappresenta il principale (se non unico) momento di dialogo tra gli amministratori ed i soci.

Il dialogo con la Fondazione è proseguito spedendo la bozza di questa relazione a cui la Presidenza della Fondazione Enpam ha voluto dare immediata risposta, prima dell'assemblea di discussione ed approvazione del Bilancio. La risposta ricevuta è esaustiva ed offre spiegazioni ad alcuni dubbi da me avanzati nella bozza della presente relazione, per cui, con l'onestà intellettuale che ha sempre contraddistinto le intenzioni sia dello scrivente che dell'Ordine di Piacenza, è necessario dare atto delle precisazioni della Fondazione e modificare la bozza predisposta pochi giorni fa ed integrarne il contenuto nella presente relazione conclusiva.

Quest'anno è stato aggiunto nella Relazione sulla Gestione – dopo averne evidenziata la mancanza durante la riunione – il paragrafo sull'evoluzione prevedibile della gestione, previsto dal Codice Civile, ma tale informativa, che nelle intenzioni dello scrivente avrebbe dovuto riguardare la “gobba previdenziale”, è limitata ad una mezza facciata sulle oltre 250 pagine del bilancio e resta una carenza.

La risposta ricevuta dalla Fondazione precisa che le informazioni reperibili sul bilancio sono sufficienti a descrivere il passato, e conferma: *“che la proiezione attuariale della Fondazione e dei singoli Fondi sarà oggetto del Bilancio Tecnico Attuariale di prossima redazione”*. Il che presuppone che la limitatezza del paragrafo sull'evoluzione prevedibile della gestione sia giustificata dal non fornire informazioni ormai superate perché in fase di aggiornamento.

CAPITOLO DEL BILANCIO INERENTE AI FABBRICATI (O IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI)

I fabbricati ad uso di terzi (cioè affittati o dati in usufrutto) sono lievemente diminuiti durante il 2023 da un valore di 31ml. a 30ml. Sono rimasti solo immobili ad uso commerciale elencati nel prospetto a pag. 124 della nota integrativa:

	31/12/2022	31/12/2023
Roma via dei cavalieri	949.809	
Roma Hotel Navona	3.754.480	3.754.480
Roma Hotel delle Nazioni	23.342.789	23.342.789
Roma Hotel Raphael	3.107.857	3.107.857
Milano Via Borromeo	200.000	
	31.354.935	30.205.126

Essi sono affittati e nella relazione sulla gestione (pag. 62) gli amministratori dichiarano avere una redditività nel 2023 del 7,46% (era del 3,83% nel 2022), che, al netto dei costi gestionali, diminuisce al 5,55% (era in negativo a -4,74% nel 2022) e che dopo le imposte diminuisce a 1,42% (era a -6,95% nel 2022).

L'informazione combacia con l'affitto percepito di 2.264.446 indicato a pag. 160 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. Con questa analisi oggi si conclude la diversa visione tra lo scrivente ed il Consiglio della Fondazione durata fin troppo tempo.

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 la ristrutturazione avvenuta nel 2022 con il drastico ridimensionamento sia del personale che dell'attività, oggi quasi interamente esternalizzata ed orientata alla gestione di alcuni alberghi, abbia portato buoni frutti, avendo ottenuto un risultato positivo nel 2023 di 3ml.

I dubbi sui motivi per i quali era stata costituita questa società, nati per effetto di tutte le perdite subite in questi anni (dal 2018 al 2022 pari a 21,3ml.), sono stati giustificati dalla Fondazione con le cospicue plusvalenze ottenute dalla Fondazione con la dismissione del patrimonio immobiliare.

Anche questo argomento è ormai solo storia, visto che questa società satellite si regge da sola.

La rivalutazione di 3ml. 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 per immobilizzazioni immateriali di 8,5ml.:

costi impianto ampliamento	0,04
Avviamento per acquisto attività alberghiere	4,73
Migliorie su immobili di terzi	3,82
	8,59

che dovranno essere assorbite dai ricavi dell'attività futura.

Lo scrivente nella propria bozza di osservazioni evidenziava una discrepanza tra il bilancio della Fondazione e quello di Enpam Real Estate che avrebbe meritato una spiegazione – almeno in uno dei due bilanci - cioè la differenza esistente tra gli importi riguardanti i crediti-debiti tra Fondazione e Enpam Real Estate.

La Fondazione ha risposto a tale osservazione giustificando 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. La spiegazione è coerente sotto il profilo logico anche se sotto il profilo numerico appare davvero alta la differenza tra i saldi mostrati sui due bilanci. In ogni caso la Fondazione ha implicitamente affermato di aver riconciliato i saldi crediti-debiti intercompany, superando qualsiasi dubbio.

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

L'investimento in fondi di private equity (pari a 1.105,7ml.) e private debt (pari a 611,4 ml.) è cresciuto da 1.258,2ml. a 1.717,1ml., ed ha fruttato dividendi per 45,7ml. E' presente a bilancio un fondo per svalutazione

di 9ml. riferito al fondo PRINCIPIA II (valore 6ml. svalutato per 5,4ml.) ed al fondo SATOR (valore 8,3ml. svalutato per 3,6ml.).

In base alla tabella inserita a pagina 180 della nota integrativa che dettaglia per ogni fondo la plus/minusvalenza "implicita" al 31/12/2023 derivante dalla differenza tra il valore di bilancio e la valutazione di mercato, esisterebbero plusvalenze implicite di 350ml. sui fondi private equity e plusvalenze implicite di 12,4 ml. sui fondi private debt.

Le plusvalenze implicite dell'anno 2023 sarebbero 362ml. non inserite prudentemente a bilancio perché non realizzate (nel 2022 le plusvalenze implicite erano 302ml.).

Le tabelle indicano delle minusvalenze implicite per 18,4ml. (erano 14,2ml. nel 2021) che non sono state coperte dal fondo svalutazione, perché giudicate non durevoli (anche se ormai persistono da più anni) perché non superano il 25% del valore investito nell'ultimo triennio (criterio di svalutazione stabilito a pagina 115 della nota integrativa).

Nella bozza delle mie osservazioni affermavo che nulla viene detto in nota integrativa sulla restituzione nel 2023 (indicata nella tabella a pag. 130) di dividendi per 1.440,5 ml. percepiti fino al 2022 dal fondo Blackstone Strategic Partners Feeder. A tale osservazione la Fondazione ha dato risposta affermando di aver appostato l'importo nel 2022 tra i dividendi, perché solo nel 2023, quando li ha percepiti, ha potuto accertare la loro reale allocazione come restituzione di capitale.

L'investimento in fondi immobiliari è cresciuto da 4.676ml. a 4.942ml. anche se i dividendi diminuiscono a 57,3 ml. (erano 98,3ml. nel 2022). Le plusvalenze implicite non registrate ammontano a 987ml. (tabella a pag. 182 della nota integrativa) e lo scorso anno erano 969ml.. La tabella contiene anche 29,6ml. 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, dato che essi non sono quotati, bastano per affermare che non sono calcoli privi di una base informativa.

La bozza delle Osservazioni spedita alla Fondazione affermava che La Relazione sulla Gestione indicava a pagina 62 un patrimonio netto della Fondazione di 26.599ml., con la presenza delle plusvalenze implicite, al posto di quello di bilancio di 25.848ml., come se non esistesse alcun rischio sull'investimento in questi fondi mobiliari e immobiliari.

La Fondazione ha risposto chiarendo come è stato calcolato l'importo di 26.599ml, confermando comunque i calcoli fatti dallo scrivente che comprendevano le plusvalenze implicite, e precisando che l'affermazione riguardante il rischio sull'investimento nei fondi mobiliari e immobiliari è solo un pensiero dello scrivente, perché dalla Relazione sulla Gestione si comprende molto bene come il rischio sugli investimenti siano ben conosciuti e valutati dal Consiglio di amministrazione.

La loro redditività però mostra una situazione in grave difficoltà:

	investimento	Dividendi	Rendimento 2023	Confronto Rendimento 2022
Fondi mobiliari	1.717,00	45,7	2,66%	1,60%
Fondi immobiliari	4.943,00	58,3	1,18%	2,10%
Banca d'Italia	370,00	16,8	4,54%	4,51%
	7.030,00	120,80	1,72%	2,14%

Se lo scorso anno la redditività media era stata del 2,14%, nel 2023 è diminuita al 1,72%.

La Fondazione risponde a questa osservazione affermando che: *Purtroppo, questi calcoli relativi alla redditività "diversa" eseguiti del dott. D'Amato confermano un'erronea valutazione tecnica delle poste patrimoniali e nella misurazione delle performance economico-finanziarie degli investimenti.* Proseguendo e spiegando le modalità con cui effettua il calcolo della redditività affermata nella Relazione sulla Gestione. Senza polemizzare sulla scelta della Fondazione della modalità di calcolo, posto che non è l'unica esistente in dottrina e si entrerebbe in dettagli tecnici che in questa sede sarebbero noiosi e non capibili dai "non addetti ai lavori", al fine di dare una informazione semplice, immediata, diretta, capibile e misurabile, non si può fare un calcolo con plusvalenze latenti registrate solo sul portafoglio, valori mark to market dei derivati sottostanti, ecc.

Tant'è che anche lo scrivente nella propria bozza precisava che "Vero è che la redditività va valutata alla fine dell'investimento e comprende l'eventuale plusvalenza percepita (differenza tra importo investito inizialmente ed importo ricevuto dal Fondo alla dismissione delle quote)." In questa sede preme precisare che l'utilizzo dei metodi che valorizzano il realizzato sono sempre preferibili a quelli che utilizzano valori teorici, pur essendo la scelta del Consiglio di Amministrazione del tutto lecita, trattandosi di commenti sulla redditività degli investimenti.

Va comunque ricordato che siamo ben lontani dai rendimenti indicati nella risposta ricevuta il 20/7/2023 dalla Fondazione alle mie osservazioni sul bilancio del 2022:

I programmi di investimento di private debt hanno un rendimento obiettivo intorno all'8% connotato al rischio inferiore rispetto a quelli di private equity, che hanno un obiettivo di rendimento del 13% circa.

La risposta ricevuta della Fondazione a questa mia asserzione non può considerarsi esaustiva perché afferma che:

si fa presente che quelli indicati rappresentano obiettivi di rendimento pluriennali e, pertanto, non confrontabili con i rendimenti di un singolo anno.

Confermiamo tra l'altro che tali programmi di investimento avviati nel 2016 e nel 2018 (rispettivamente prima il Private Equity e poi il Private Debt), alla rilevazione di fine 2023 hanno raggiunto e mantengono una performance in linea con gli obiettivi prefissati del 13% e dell'8% annuo

Vero è che non si possa pretendere un rendimento costante per ogni anno del 13% o del 8% per arrivare alla fine dell'investimento con il rendimento obiettivo, anche per via delle modalità di conteggio delle spese iniziali dell'investimento in fondi, ma è altrettanto vero che con un rendimento annuo così basso, mi si lasci dubitare che i titoli mantengano gli obiettivi prefissati. E l'anno 2023 sotto il profilo delle performances dei titoli è stato al di sopra delle aspettative.

CONSIDERAZIONI SUI RENDIMENTI DEGLI INVESTIMENTI FINANZIARI

Durante il 2023 la Fondazione ha investito 1.761ml. in titoli di stato italiano. Prima non era mai avvenuto. Essi sono legati, come più avanti specificato, alla "gobba previdenziale".

Senza entrare nel dettaglio dalle modalità di esposizione del bilancio, e cioè dalla suddivisione degli investimenti tra le immobilizzazioni finanziarie pari a 2.015ml. (voce B.III 3 del bilancio pag. 101) e tra il circolante pari a 14.950ml. (voce C III 6 pag. 102) del bilancio, il rendimento complessivo, iscritto a bilancio, è stato di ml. 722 (pari a 48ml. voce c16b del bilancio pag. 105 - *rendimento delle attività finanziarie immobilizzate* + 944ml. 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 – 253ml. voce *perdite derivanti da negoziazioni di titoli dell'attivo circolante* indicati a pag. 179 della nota integrativa).

Se lo scorso anno la redditività era stata negativa, quest'anno i rendimenti sono stati positivi, anche se sono stati pari al 4,2% - con le modalità di calcolo del sottoscritto - e non pari al 8,54% come indicato dagli amministratori a pag. 62 relazione sulla gestione.

La risposta della Fondazione ribadisce quanto precedentemente espresso sulla redditività dei fondi: *Per giungere alla redditività della gestione finanziaria calcolata a pag. 62 dell'8,54% è necessario tenere in considerazione la variazione delle plusvalenze registrata nel 2023, espressione del maggior valore di mercato del portafoglio a fine anno, ricordando lo schema di riferimento sopra suggerito*

Valgono le considerazioni già fatte nel precedente paragrafo.

Le svalutazioni per 508,2ml. imputate quest'anno a bilancio deriverebbero essenzialmente da quelle sorte nel 2022, quando la deroga concessa dalla legge aveva consentito di non imputare al bilancio del 2022 perdite per 763,5 ml. Quest'anno gli amministratori non si sono avvalsi di tale deroga.

CONSIDERAZIONI SU ALTRE INFORMAZIONI INDICATE IN BILANCIO

A pagina 118 gli amministratori spiegano le differenti modalità utilizzate quest'anno rispetto allo scorso anno per la svalutazione dei crediti contributivi sulla base della loro anzianità, che ha comportato una diminuzione del fondo con un riversamento a conto economico (e quindi un maggior utile) per 14,7ml. mentre restano immutati i criteri di svalutazione dei crediti verso conduttori.

I fondi rischi tributari di 7ml. per i contenziosi INVIM segnalati negli scorsi anni sono stati azzerati per la definizione degli stessi.

LE INFORMAZIONI MANCANTI ED IL GIUDIZIO SULLA GESTIONE 2023

Il bilancio dell'ENPAM, nel 2023 chiude in utile di 538ml. (nel 2022 di 179,5ml.)

La gestione previdenziale ha prodotto 178 ml. di utile (nel 2022 erano 627ml.) e quindi, per differenza, tutta la gestione finanziaria ed amministrativa ha prodotto un utile di 360ml. (nel 2022 era una perdita di 347,5ml.).

Inutile ribadire il segnale di allarme, da sempre evidenziato, che risiede nel differenziale tra le entrate e le uscite previdenziali. La forbice pensionati-iscritti si sta ampliando sempre più.

Il confronto dei numeri della tabella sottostante mostra che negli ultimi 13 anni i pensionati sono raddoppiati, mentre gli iscritti sono cresciuti del +13% e l'aumento delle pensioni erogate (+210%) è molto maggiore dell'aumento dei contributi incassati (+65%):

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2012	2011	crescita	
Numero iscritti	678.516	682.418	674.144	663.506	656.746	645.893		606.703	601.423	77.093	13%
Numero pensionati	318.904	296.611	273.675	251.648	234.797	218.406		173.326	162.430	156.474	96%
valore contributi incassati	3.521ml.	3.495ml.	3.227ml.	3.218ml.	2.970ml.	2.918ml.		2.151ml.	2.133ml.	1388	65%
valore pensioni erogate	3.343ml.	2.868ml.	2.334ml.	2.038ml.	1.835ml.	1.645ml.		1.161ml.	1.080ml.	2263	210%

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.

Va evidenziato che quest'anno la Fondazione ha aggiunto alcuni commenti nella relazione sulla gestione, riguardanti la "gobba previdenziale" come quello a pag. 19 :

si rileva che, dopo il picco di pensionamenti raggiunto negli ultimi anni, sta iniziando la fase discendente della c.d. "gobba pensionistica"; pertanto, è presumibile che il numero delle nuove domande di pensionamento (inferiori nel corrente anno rispetto allo scorso esercizio) si stabilizzi nei prossimi anni, salvo una sostanziale modifica della propensione al pensionamento, ad oggi non prevedibile sulla base dei dati in possesso.

precisando che la Fondazione ha comperato titoli di stato con scadenza dal 2026 al 2036 ed ha attuato una politica finanziaria "implementando circa il 50% in valore attuale della copertura, con tassi di copertura del 100% per i primi 4-5 anni previsti dalla gobba previdenziale" (pag. 84 della Relazione sulla gestione).

Quindi pur mancando nel bilancio una vera e propria informativa sulla "gobba previdenziale" – sicuramente contenuta nella nota tecnica redatta dallo Studio attuariale esterno in fase di redazione – come precisato dalla Fondazione – alcune indicazioni quest'anno nel bilancio sono presenti, anche se il paragrafo sull'evoluzione prevedibile della gestione potrebbe descrivere meglio ciò che avverrà, per una miglior valutazione sulle prospettive future della Fondazione, posto che a pagina 19 la relazione sulla gestione afferma che i nuovi pensionati sono diminuiti nel 2023 rispetto a quelli del 2022 ed a pagina 97 afferma che per l'esercizio 2023 risulta aumentato il numero di coloro che hanno presentato domanda di pensione.

La risposta ricevuta dalla Fondazione in relazione alle due precedenti affermazioni, tra loro contrastanti, non è esaustiva perché lo scrivente non aveva confrontato il numero dei pensionati con la spesa per pensioni, ma avevo evidenziato il contrasto di due dati numerici, quello di pagina 19 e quello di pagina 97.

Se nel 2023 i nuovi pensionati sono stati 27.014 e sono diminuiti rispetto ai nuovi pensionati del 2022, pari a 27.548, come possono essere state presentate nel 2023 domande di pensionamento in numero superiore a quelle del 2022? Non sono state accettate?

Ciò non cambia la conclusione già indicata in bozza.

Il Consiglio di amministrazione dimostra di aver ben presente il problema della Gobba previdenziale e cerca di affrontarlo, anche perché il patrimonio ENPAM, essendo di 25mld., può coprire le attuali pensioni per meno di 8 anni e tale proporzione cala di anno in anno, ma su tale problema non evidenzia in bilancio spiegazioni sufficienti sulle prospettive future.

Concludo esprimendo il mio formale apprezzamento alla tempestiva risposta ricevuta dal Presidente della Fondazione dr. Oliveti alla bozza della presente relazione.

Piacenza, 17 aprile 2024

Massimo d'Amato

