



Bologna, 16.3.2010

Prot. N.868/cb/GP.

Dott. Prof. Eolo Parodi,

Presidente Fondazione ENPAM

Via Torino, 38 – 00184 ROMA

Oggetto: PROSPETTIVE SULLA GESTIONE DELLE ATTIVITÀ MOBILIARI E IMMOBILIARI DELLA FONDAZIONE ENPAM

Caro Eolo,

Questo documento ha ad oggetto idee e proposte relative alla gestione del portafoglio mobiliare e immobiliare della Fondazione ENPAM. L'approccio seguito è di natura qualitativa, ovvero non vengono presentate delle proposte concrete, con condizioni economiche esplicitate nel dettaglio, quanto piuttosto dei principi a cui la gestione si può ispirare.

Proposte relative alla gestione del portafoglio mobiliare:

Il documento si divide in due parti:

- Interventi sul portafoglio mobiliare attuale
- Tematiche per gli investimenti di risorse finanziarie

Proposte relative alla gestione del portafoglio immobiliare:

il documento indica il processo operativo che andrebbe eseguito per la ricognizione del patrimonio immobiliare della fondazione:

- Attività di Due Diligence Report
- Definizione obiettivi dell'intervento
- Analisi giuridico/fiscale degli interventi e delle strategie di valorizzazione
- Individuazione dello strumento e definizione della procedura di implementazione

- **Interventi sul portafoglio mobiliare attuale**

Come evidenziato nella precedente analisi il portafoglio mobiliare di ENPAM presenta una serie di criticità su cui è opportuno intervenire quanto prima (nelle tabelle sono stati riportati alcuni esempi di titoli riferibili alle varie casistiche).

I principi che dovrebbero guidare questi interventi sono:

- 1) Riduzione dell'esposizione al rischio di credito**

Il portafoglio mobiliare di ENPAM esibisce un'elevata esposizione a titoli credit-linked (24% del portafoglio immobilizzato, calcolato sull'88% del portafoglio per cui sono disponibili informazioni). In questi titoli sia il pagamento degli interessi che il rimborso del capitale a scadenza sono soggetti al mancato verificarsi di un evento di credito su delle entità creditizie sottostanti (banche, imprese, stati sovrani, portafogli di mutui, etc.). Una particolare tipologia di titoli credit-linked sono le Collateralized Debt Obligations, o CDOs (rimandiamo alla precedente analisi per una spiegazione di cosa sia un CDO), che costituiscono ben il 13% del portafoglio immobilizzato di ENPAM (sempre sull'88%).

Questi titoli credit-linked hanno un profilo di rischio elevato, in quanto sono soggetti, rispetto ad un normale titolo emesso da un emittente bancario solido, ad una maggiore probabilità di perdere (parzialmente o totalmente) il capitale investito. Inoltre il rischio di questi titoli è molto complesso e difficile da gestire.

Per questi motivi sarebbe auspicabile una riduzione della loro presenza nel bilancio di ENPAM. Tuttavia la drammatica perdita di valore di questi titoli come conseguenza della recente crisi finanziaria fa sì che la loro vendita non sia (se non in rari casi) la soluzione più efficiente (perché di fatto equivarrebbe ad una perdita di buona parte del capitale investito inizialmente).

Un approccio migliore potrebbe essere quello di ristrutturare questi titoli, iniettando del nuovo capitale per diminuire il rischio di credito fino ad un livello coerente con le esigenze della Fondazione, e modificando l'esposizione creditizia per renderla più semplice da monitorare e gestire.

Queste ristrutturazioni si differenzerebbero da altre eseguite in passato, in cui di fatto si tamponavano problemi sorti su un titolo con soluzioni di carattere solo temporaneo, perché dovrebbero puntare ad avere un carattere definitivo (ovvero evitare ulteriori interventi in futuro), anche a costo di un esborso di nuovo capitale.

ISIN	Emittente	Issuato	Maturità	Rango	Size
XS0238703390	Ethical CDO I Ltd (SPE JPM)	22/12/2005	22/12/2015	NA	30,000,000
XS0243385688	Corsair (SPE JPM)	27/02/2009	20/03/2016	CCC-	30,000,000
XS0254468019	Corsair (SPE JPM)	26/05/2006	20/02/2029	CCC-	74,000,000
XS0275159167	Eirles II (DB SPE)	06/12/2006	06/12/2016	CCC-	35,000,000
XS0248509357	SAPHIR FINANCE PLC	28/03/2006	20/03/2016	A	20,000,000
XS0261327034	SAPHIR FINANCE PLC		20/09/2016	NA	15,000,000
XS0206078825	XELO II PLC	18/11/2004	20/03/2016	NA	37,500,000
XS0324333086	XELO PLC	22/10/2007	20/12/2017	CCC-	140,000,000

2) Semplificazione del profilo dei pagamenti dei titoli

Come evidenziato dall'analisi precedente un'ulteriore criticità che si è notata è la presenza di titoli con profilo dei pagamenti particolarmente complesso. Un esempio proposto era quello del titolo RBS con scadenza dicembre 2021: tale titolo paga una cedola pari a 10 volte la differenza tra il tasso swap in euro a 10 anni e il tasso swap in euro a due anni; tuttavia la cedola che può essere corrisposta ha un valore massimo, variabile e pari a 2 volte l'inflazione europea.

La complessità di questi titoli rende molto arduo il monitoraggio degli stessi e dell'intero portafoglio, e la valutazione dell'aderenza del portafoglio all'asset allocation strategica e tattica scelta dall'Ente.

Potrebbe essere dunque opportuno procedere alla dismissione di questi titoli, se conveniente nell'attuale mercato, oppure modificarne profilo cedolare.

ISIN	Emittente	Issuato	Maturità	Rango	Size
XS0209040970	Bear Stearns	05/01/2005	05/01/2020	A+	20,000,000
XS0238128861	ROYAL BK OF SCOTLAND PLC	28/12/2005	28/12/2021	AAe NR	30,000,000
XS0297117805	Dexia Credit Local	03/05/2007	03/05/2022	A	35,000,000
XS0261579782	Barclays Bank Plc	21/07/2006	21/07/2023	AA-*	50,000,000

3) Vendita dei titoli che hanno beneficiato dei recenti movimenti di mercato

Occorre fare una dovuta premessa rappresentata dal fatto che l'analisi condotta sul portafoglio si basa sui dati di bilancio del 2008 e su ogni ulteriore informazione resa disponibile nel bilancio previsionale 2010, per cui occorrerebbe senz'altro raccogliere informazioni su tutte le nuove operazioni poste in essere dall'ente nel frattempo per avere il quadro completo dell'attuale portafoglio mobiliare.

Tuttavia, basandosi sulle informazioni disponibili, si sono individuati una serie di titoli che dovrebbero avere beneficiato dei movimenti di mercato e/o che potrebbero in futuro correre il rischio di venire particolarmente penalizzati in

caso di rialzo dei tassi di interesse (che sono al momento a livelli storicamente molto bassi).

In particolare nel bilancio previsionale 2010 era indicato l'acquisto di BTP strip per circa 365 milioni di euro. Trattandosi di titoli zero coupon, ossia che non prevedono il pagamento di alcuna cedola, sono particolarmente esposti al rischio di tasso, nel senso che un aumento dei tassi di interesse di mercato determina una riduzione del loro valore in misura superiore rispetto ad un titolo che paghi cedole. Anche sotto un profilo di rischio di credito vale la pena far notare che il fatto di essere titoli emessi dallo Stato Italiano espone al rischio concreto che nei mesi a venire un peggioramento del giudizio di merito creditizio attribuito al paese Italia, che implica un aumento dello "spread" di credito, possa penalizzare il corso di queste obbligazioni.

Un discorso molto simile vale per quei titoli presenti in portafoglio che presentano un flusso cedolare fisso e/o già predeterminato per i quali quindi un rialzo dei tassi di interesse determinerebbe una perdita di valore rispetto ai corsi attuali.

Per tutti questi titoli converrebbe valutare la possibilità di realizzare gli eventuali guadagni; laddove non fosse conveniente procedere alla vendita a causa di una valutazione penalizzata da uno spread di credito per l'emittente ancora elevato, si potrebbe comunque considerare la possibilità di modificarne il profilo cedolare in modo da ancorarlo a tassi variabili o all'inflazione o ad altri parametri da valutare di caso in caso.

ISIN	Emittente	Scadenza originaria	Scadenza rimborsata	Valore nominale
XS0233693463	MERRILL LYNCH & CO	24/10/2005	24/10/2015	15,000,000
XS0273975499	JP MORGAN INTL DERIVATIV	15/11/2006	15/11/2016	10,000,000
XS0233362788	LLOYDS TSB BANK PLC	03/11/2005	03/11/2020 A+ Aa3 AA-	10,000,000

• Tematiche per gli investimenti di risorse finanziarie

Passiamo ora ad illustrare delle tematiche a cui la Fondazione si può ispirare nella politica degli investimenti delle risorse finanziarie destinate a tale scopo.

Può essere utile preliminarmente spendere qualche parola sul contesto economico attuale. La crisi finanziaria iniziata nel 2007 è la più grave dai tempi della Grande Depressione degli anni '30 (e secondo alcuni osservatori rischia di essere addirittura superiore a quella crisi). L'origine di questa crisi è da ricercarsi nell'eccessiva assunzione di indebitamento da parte del settore privato (banche, imprese, privati cittadini).

Per salvare il sistema finanziario ed economico i governi dei paesi, in particolare quelli più sviluppati, si sono visti costretti ad introdurre manovre di

stimolo senza precedenti, sia monetario che fiscale. Di fatto si è trattato di una nazionalizzazione del debito, che è stato trasferito dal settore privato a quello pubblico. La conseguenza di queste manovre è stato un forte aumento del deficit di bilancio (ormai in un'area del 10% per molti stati sviluppati) e del debito pubblico (con cui il deficit è finanziato).

Questa situazione non è sostenibile nel lungo periodo: l'aumento del debito pubblico fa sì che una percentuale sempre maggiore del PIL di uno stato debba essere destinata al pagamento degli interessi sul debito esistente, e che l'emissione di nuovo debito diventi sempre più costosa (nel senso che il tasso di interesse richiesto dagli investitori per finanziare quello stato aumenta). Si arriva ad un punto di non ritorno in cui l'unica soluzione lasciata allo stato è quella di ripudiare il debito. Questo punto di non ritorno potrebbe non essere lontano per molti stati occidentali, soprattutto se consideriamo che la recente crisi va a pesare su una situazione già difficile per i bilanci pubblici, a causa di un aumento strutturale delle uscite pensionistiche e delle spese sanitarie dovuto all'invecchiamento della popolazione.

È necessario dunque che gli stati si mobilitino al più presto per ridurre il deficit fiscale: ciò significa aumento delle tasse e diminuzione della spesa pubblica. Si tratta di un sentiero irto di pericoli, in quanto la restrizione fiscale (senza possibilità di un'ulteriore espansione monetaria dato che i tassi di interesse sono già quasi a zero) determina una contrazione economica e rischia di innescare una spirale negativa in cui i consumi diminuiscono, il tasso di disoccupazione aumenta come conseguenza, e quindi a parità di imposizione fiscale le entrate dalle tasse si riducono, costringendo il governo ad aumentare ancora l'imposizione fiscale e diminuire ulteriormente la spesa. Questo è quanto accaduto durante la Grande Depressione, e in tempi più recenti, anche se in misura minore, in Giappone.

Se questa restrizione fiscale, che comporta enormi costi sociali per la popolazione, non dovesse essere praticabile, l'unica soluzione sarebbe quella di stampare moneta in quantità ingenti per finanziare il deficit di bilancio, inducendo un elevato tasso di inflazione che andrebbe ad annullare il valore reale del debito: questa soluzione è equivalente ad un default dello stato (ovvero al ripudio del debito).

Questo contesto economico attuale, particolarmente difficile, implica che le scelte di investimento della Fondazione ENPAM debbano essere studiate in modo attento, valutando l'impatto di tutti i possibili scenari futuri, per garantire un posizionamento efficiente che permetta alla Fondazione di far fronte ai suoi impegni di lungo termine. Ciò significa investimenti che proteggano il patrimonio e la redditività nei diversi scenari, o che non siano esposte a quelli che sono i fattori di rischio con impatto potenzialmente più negativo.

Le migliori opportunità in questo senso sono a nostro giudizio legate alle seguenti tematiche di investimento

Inflazione

Se tutta la liquidità che è stata riversata sul mercato dalle banche centrali, e che al momento è ferma nei bilanci delle banche, si dovesse trasferire all'economia reale, e se si continuasse a stampare moneta per far fronte alla crescita del debito pubblico, il tasso di inflazione sarebbe destinato ad aumentare in misura notevole.

Per questo ha senso per la Fondazione, in ottica di protezione del valore reale del proprio patrimonio, aumentare l'esposizione a titoli legati all'inflazione.

I titoli inflation-linked offrono un rendimento ancorato al tasso di inflazione di una determinata area geografica. Ad esempio possono prevedere il pagamento di una cedola annua determinata da:

Tasso di inflazione area Euro + Spread;

Tasso di inflazione area Euro x Moltiplicatore.

Tra i vantaggi di un simile investimento c'è anche il fatto che fornisce all'Ente una parziale copertura degli impegni previdenziali futuri che sono correlati positivamente con l'inflazione.

Inclinazione della curva dei tassi

Attualmente la curva dei tassi di interesse nell'area Euro si presenta molto inclinata nel breve termine, con tassi di breve periodo sensibilmente più bassi di quelli a scadenze lunghe. In particolare la differenza tra il tasso a 10 anni e quello a 2 è pari a 1.75%. Al tempo stesso la parte più a lungo termine della curva è pressoché piatta, con la differenza tra il tasso di riferimento a 30 anni e quello a 10 pari a solo 0.42%.

Questi dati di sintesi possono essere interpretati come segnali del fatto che su un orizzonte temporale di medio periodo, ci si aspetta un rialzo dei tassi di interesse (e in maggior misura quelli a breve) coerentemente con uno scenario di ripresa delle economie mondiali a cui si accompagneranno manovre restrittive da parte delle banche centrali. Mentre quindi si potrebbe assistere ad una riduzione del differenziale tra i tassi a lunga scadenza e quelli a breve, resta tuttavia plausibile aspettarsi che esso resterà positivo. Le prevalenti teorie economiche infatti prevedono che investitori avversi al rischio dovrebbero richiedere un premio di liquidità sui propri investimenti, ossia a scadenze più lunghe dovrebbero comunque corrispondere rendimenti più elevati.

In passato si è assistito solo raramente a curve dei tassi inclinate negativamente e solo per brevi periodi associati a situazioni economiche particolari e contingenti (vedi ad esempio nel periodo giugno-settembre 2008 a causa del "credit crunch").

Alle attuali condizioni di mercato vengono prezzate in modo vantaggioso obbligazioni che legano il valore delle cedole alla pendenza della curva. In particolare si potrebbe pensare a bond che paghino ad esempio un tasso fisso o variabile se il differenziale menzionato rimane positivo nell'arco del periodo di riferimento.

Indici Total e Absolut return

Una recente tendenza nell'ambito degli investimenti è rappresentata dalla possibilità di legare il rendimento di titoli obbligazionari alla performance di indici a rendimento "Assoluto".

Si tratta di indici sviluppati internamente dalle più prestigiose banche d'affari mondiali, basati su strategie di investimento formulate al fine di generare il cosiddetto "alfa", ossia la componente di rendimento non legata direttamente alla direzionalità del mercato.

Le caratteristiche principali sono rappresentate da:

- ricerca di un rendimento positivo in tutti gli scenari di mercato;
- processo di investimento finalizzato al controllo e contenimento del rischio;
- liquidità elevata.

Le strategie di investimento coprono la più ampia gamma di asset class e determinano l'allocazione ottimale sulla base di analisi macroeconomiche e studi accademici di lungo periodo che puntano ad individuare strategie algoritmiche, su cui poi sono eseguiti test regressivi per verificarne la solidità su orizzonti temporali sufficientemente lunghi da includere differenti cicli di mercato.

Come concetto si presenta molto simile a quello degli Hedge Funds con alcuni importanti vantaggi rappresentati dal fatto che le strategie sono rese trasparenti per l'investitore, gli indici hanno quotazione giornaliera e sono quindi facilmente monitorabili. Inoltre la possibilità di incorporare l'utilizzo di tali indici all'interno di obbligazioni a capitale garantito consente anche di andare incontro alle esigenze di proteggere l'investimento dal rischio di perdite in conto capitale.

Finanza sostenibile

In questi ultimi anni è cresciuta in misura notevole la consapevolezza dell'impatto negativo dell'uomo sull'ambiente e della necessità di intraprendere misure per salvaguardare il pianeta. Sono sempre più numerose le imprese che si occupano della produzione di energia pulita, del riciclaggio e gestione dei rifiuti, dello sviluppo di tecnologie per accrescere l'efficienza delle macchine in modo da ridurre il dispendio energetico. I governi degli stati mondiali si incontrano con frequenza sempre maggiore per studiare e coordinarsi su misure di intervento comuni.

Le popolazioni stesse sono sempre più sensibili e attente sull'argomento.

Questo trend è destinato a continuare e rafforzarsi nei prossimi anni, con conseguente beneficio per chi abbia investito in questo settore. Gli strumenti per investire possono essere fondi di private equity su renewable energy, fondi comuni di investimento specializzati in finanza sostenibile, investimento diretto in azioni di imprese "responsabili", certificati verdi.

Mercati emergenti

I mercati emergenti, pur avendo sovraperformato i paesi sviluppati nel corso della recente crisi, continuano ad essere indicati come mercati con forti possibilità di crescita anche negli anni a venire. Esistono una serie di ragioni a sostegno di questo orientamento:

- L'economia di questi paesi anche durante la crisi ha evidenziato una fase di crescita; Lo stato di salute dei bilanci dei paesi emergenti, al confronto con quelli dei paesi sviluppati riduci degli effetti della crisi finanziaria, si presentano particolarmente sani, con un livello di indebitamento relativamente basso.
- Se si considerano i paesi asiatici la loro economia è sostenuta da un crescente livello di domanda interna; per i paesi dell'America Latina le prospettive di crescita derivano dalle aspettative di rialzo dei prezzi delle materie prime insieme con una domanda interna sostenuta per beni e servizi.

Commodities

Come brevemente anticipato parlando dei paesi emergenti anche le aspettative sull'evolversi dei prezzi delle commodities sono improntate ad un rialzo, motivato da una duplice serie di ragioni:

- se nel 2010 si assisterà ad una ripresa dell'economia mondiale, la domanda per materie prime è destinata a crescere; anche laddove l'uscita dalla crisi si rivelasse più lenta continua comunque ad esserci una domanda sostenuta dai paesi emergenti;

- anche in uno scenario di crescita rallentata o di recessione, talune commodities fisiologicamente si prestano a fungere da beni rifugio.

A differenza che negli anni passati sarà tuttavia necessario essere selettivi nelle commodities su cui investire: se per oro e metalli preziosi, petrolio e rame le prospettive sono positive, lo stesso non si può dire di altre commodities.

Longevity risk

L'aumento dell'aspettativa di vita in Italia (dai report delle Nazioni Unite stimata in 81.2 anni in media tra uomini e donne nel quinquennio 2005-2010 e in trend di crescita nei decenni a venire) può comportare in futuro un deterioramento del rapporto tra numero di nuovi iscritti e numero di pensionati dell'Enpam.

Banche di investimento ed asset manager stanno elaborando prodotti per fornire prodotti volti a coprire questo tipo di rischio e potrebbe essere di interesse per l'Ente valutare questo tipo di investimento.

Polizze di capitalizzazione

Le polizze di capitalizzazione si inquadrano tra le assicurazioni rivalutabili in quanto presentano la rivalutazione del capitale sulla base dei rendimenti di un fondo a gestione separata (tipicamente obbligazionario ma potrebbe trattarsi anche di gestioni bilanciate con una componente

azionaria) ed il consolidamento annuale delle prestazioni ottenute. Possono rappresentare un'ottima alternativa alle gestioni obbligazionarie e/o bilanciate tradizionali in quanto a differenza di queste ultime prevedono la protezione del capitale a scadenza ed in molti casi anche un minimo garantito e storicamente hanno riportato rendimenti interessanti.

• Interventi sul portafoglio immobiliare attuale

Attività di Due Diligence Report

- inventario dei beni immobili
- acquisizione delle informazioni relative all'ubicazione, alla cubatura, alla destinazione d'uso
- certificato di destinazione urbanistica, individuazione di eventuali vincoli giuridici insistenti sugli immobili quali i vincoli paesaggistici, ambientali o altri
- analisi dei documenti attestanti la titolarità dei beni

- analisi degli atti di disposizione e di godimento dei beni: eventuale presenza di contratti di locazione, di comodato ecc. (accertamento della durata, importo dei canoni di locazione, esistenza di diritti di prelazione a favore dei conduttori, privilegi a favore di categorie protette)
- verifica dell'esistenza di diritti di servitù, oneri, ipoteche, prelazioni gravanti sui beni immobili
- acquisizione delle informazioni relative allo stato di conservazione dei beni (manutenzione dei beni)
- valore di mercato dei singoli beni

Definizione obiettivi dell'intervento

- dismissione del patrimonio immobiliare – totale o parziale
- valorizzazione attraverso attività di rinegoziazione contratti di locazione/messa a reddito
- valorizzazione attraverso interventi urbanistici e/o di ristrutturazione/riconversione (cambio destinazione d'uso, frazionamenti, accorpamenti, sviluppi nuove costruzioni ecc.)

Analisi giuridico/fiscale degli interventi e delle strategie di valorizzazione

- valutazioni impatti tributari delle strategie di valorizzazione ipotizzate
- individuazione dei vincoli di natura legale/amministrativa (gare pubbliche, procedure competitive, diritti di prelazione di terzi, vincoli beni culturali, ecc.)
- valutazione opzionale dei diversi strumenti di valorizzazione ipotizzabili in funzione degli obiettivi perseguiti (fondo immobiliare, società immobiliare, gestione diretta, gestione indiretta, SIIQ,)

Individuazione dello strumento e definizione della procedura di implementazione

- definizione simulata degli impatti economico/finanziari della strategia di valorizzazione individuata
- definizione del percorso operativo e procedurale di implementazione dell'operazione (ad esempio procedura selezione SGR, procedura selezione di acquirenti, procedura selezione asset manager o agency manager incaricato della commercializzazione ecc.)
- avvio delle attività esecutive

Caro Eolo, nella speranza che le idee e gli spunti illustrati possano essere di Tuo interesse, resto a disposizione per ogni ulteriore informazione o chiarimento ritenuto necessario.

Cordiali saluti,

IL PRESIDENTE

Dott. Giancarlo Pizza

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'G. Pizza', written in a cursive style.