

Il portafoglio finanziario dell'Enpav

di Riccardo Darida*

In un contesto di recessione, caratterizzato da estrema volatilità, l'Enpav ha continuato a mantenere un profilo particolarmente prudente. Gli obiettivi dell'Ente continueranno ad essere incentrati nella ricerca di investimenti che siano in grado di contemperare sicurezza e redditività.



- **Nel 2009 il prodotto interno lordo mondiale ha fatto registrare un andamento negativo pari allo 0,6 per cento.** Questo dato rappresenta la sintesi di andamenti fortemente contrastanti: da una parte, le economie avanzate sono state caratterizzate da una fase di forte contrazione (-3,2 per cento), dall'altra, le economie emergenti e in via di sviluppo hanno continuato a registrare una tendenziale espansione (+2,4 per cento). Per quanto riguarda l'Italia, nel 2009 il prodotto interno lordo (PIL) è diminuito del 3,0 per cento nei confronti del 2008 (dati Istat). Finanziariamente, la spirale negativa che aveva caratterizzato l'intero 2008 e i primi mesi del 2009 si è interrotta nella primavera dello scorso anno, grazie all'azione di politiche economiche fortemente espansive e

alle misure di sostegno a favore del sistema finanziario.

Nei primi mesi del 2009 sui mercati finanziari internazionali continuavano a prevalere condizioni di fortissima incertezza ed eccezionale volatilità, conseguenti alla crisi di fiducia innescata dal dissesto della banca statunitense Lehman Brothers e di altri grandi istituti finanziari. I conferimenti di capitale pubblico e le garanzie sulle attività e sulle passività del sistema bancario, pur stabilizzando le condizioni patrimoniali delle banche più esposte e scongiurando una paralisi del sistema finanziario, avevano attenuato solo in parte i timori di nuovi dissesti (che continuavano a riflettersi in elevati premi per il rischio di insolvenza sui mercati interbancari e sui *credit default swap* relativi alle principali banche internazionali). Le quotazioni azionarie continuavano a diminuire, mentre i premi al rischio sulle obbligazioni societarie restavano in prossimità dei valori massimi toccati nel 2008; il desiderio degli investitori di detenere attività considerate più liquide e sicure (*flight to quality*) manteneva i rendimenti dei titoli di Stato su livelli molto contenuti e favoriva un apprezzamento del dollaro.

Dalla primavera del 2009, con il graduale progresso dell'attività economica mondiale, si è avviata una distensione delle condizioni sui mercati finanziari. Questi ultimi hanno beneficiato anche dell'abbondante liquidità immessa nel sistema dalle banche centrali e delle misure attuate dalle autorità nella fase più acuta della crisi per sostenere direttamente i mercati più colpiti.

In un contesto come quello appena descritto, in sostanziale recessione e caratterizzato da estrema volatilità, l'Enpav ha continuato a mantenere un profilo particolarmente prudente. Le disponibilità liquide accumulate nel corso del 2009 sono state utilizzate per acquisire Titoli di Stato, fondi obbligazionari opportunamente diversificati, emissioni corporate estremamente liquide e caratterizzate da alti profili cedolari. **Questi investimenti sono stati fatti con l'obiettivo di massimizzare gli incassi cedolari annuali, così come evidenziato da Benchmark & Style, nuovo consulente finanziario dell'Ente, e sintetizzato nella tabella.**

Al 31 dicembre 2009 il valore complessivo del portafoglio dell'Enpav a valori di bilancio è risultato pari ad 258.126.056,63 euro. Al netto della componente immobiliare, il solo portafoglio finanziario ammonta a 156.123.301,82 euro. La scomposizione per *asset class* e le rispettive proporzioni sono state rappresentate nel grafico.

Nel corso di questo articolo verranno analizzati gli investimenti mobiliari che, per comodità, saranno suddivisi in **due grandi comparti: quello delle immobilizzazioni e quello delle attività finanziarie.** Al di fuori di questi comparti si trovano le polizze di capitalizzazione che, per la loro particolare natura, vengono normalmente contabilizzate tra i crediti dell'Attivo Patrimoniale.

COMPARTO DELLE IMMOBILIZZAZIONI

Fanno parte di questo comparto tutti quegli investimenti che, per le loro particolari caratteristiche, assumono **un ruolo strategico nell'ambito della gestione del portafoglio dell'Enpav.** Per questo motivo, infatti, tali prodotti non devono essere oggetto di compravendita nel breve/medio periodo e possono essere contabilizzati in bilancio al loro valore storico di acquisto. Al 31 dicembre 2009, il valore

| PRODOTTO | CONTRIBUTO ALLA REDDITIVITÀ |
|--|-----------------------------|
| Polizza Generali | +++ |
| Polizza Cattolica | +++ |
| Kairos International Target 2014 Sicav | ++ |
| Nomura 10Y 5,75% - 30/09/2019 | +++ |
| Nomura 5Y 4% - 30/10/2014 | +++ |
| BTP 01Feb19 4,25% | +++ |
| BTPi 15Set19 3,25% | +++ |

in bilancio dei prodotti immobilizzati ammonta a 117.262.039,34 euro e risulta essere così costituito:

• Titoli di Stato

La gran parte dei nuovi investimenti effettuati nel corso del 2009, si sono concentrati nell'acquisto di Titoli di Stato italiani.

Nello specifico, sono state acquistate due emissioni, una a tasso fisso per nominali 7.000.000 euro e una indicizzata all'andamento dell'inflazione europea per nominali 5.000.000 euro. Il valore complessivo a fine anno ammonta a 12.277.811,46 euro. Nel 2009 i titoli hanno generato interessi cedolari per un ammontare pari a 99.542,30 euro.

• Obbligazioni strutturate

Negli ultimi tempi, questa tipologia di investimento è stata accusata di rappresentare un

La previdenza



danno per i portafogli degli investitori istituzionali, in quanto troppo illiquida e rischiosa. Bisogna però evidenziare che questi stessi prodotti, in momenti finanziariamente molto difficili, hanno aiutato la Cassa a preservare la consistenza dei capitali investiti. È questo l'esempio delle obbligazioni strutturate il cui sottostante è rappresentato dal comparto degli *hedge funds*, pesantemente colpito dallo scoppio della crisi legata ai mutui *subprime*. Le perdite registrate dal mercato mondiale sono state molto elevate e gran parte dei fondi presenti a metà del 2007 oggi non esistono più. Grazie alla struttura prima ricordata, la penalizzazione ha riguardato esclusivamente il profilo cedolare delle obbligazioni, mentre i capitali a scadenza sono rimasti integri, in quanto garantiti dagli emittenti. **Appare ovvio che la scelta di un emittente solido e una ragionata diversificazione del rischio siano alla base del buon funzionamento di questa tipologia di prodotto**, in quanto è sull'emittente che grava l'onere della restituzione a scadenza del nominale sottoscritto, indipendentemente dall'andamento del mercato sottostante cui l'emissione è collegata.

In corso d'anno sono state acquistate due nuove obbligazioni emesse da banca Nomura. Si tratta di due emissioni estremamente liquide e semplici nella loro struttura. La prima, di durata decennale, pagherà annualmente un coupon legato all'andamento del tasso IRS a 10 anni, con un minimo garantito del 5,75%. La seconda emissione, di durata quinquennale, pagherà una cedola annuale pari al tasso Euribor +125 bps, con un minimo garantito pari al 4%. Con l'acquisto di queste due note, per un nominale complessivo pari a 5.000.000 euro, l'Enpav si è coperto da un possibile rialzo dei tassi di interesse sia a breve che a lungo termine, e si è assicurato, in un periodo in cui i tassi di interesse girano su livelli estremamente contenuti, dei profili cedolari molto elevati. L'ammontare complessivo delle cedole incassate nel corso del 2009 è stato pari a **1.004.582,08 euro**.

• **Obbligazioni corporate**

All'interno del portafoglio Enpav sono presenti due emissioni corporate della Banca Popolare di Sondrio, il cui importo totale ammonta al 31 dicembre 2009 ad Euro 6.558.507,72. Questi titoli rappresentano la garanzia finanziaria di una serie di mutui ipotecari che l'Enpav ha erogato ai propri iscritti per il tramite della Banca Tesoriera. Ogni anno la BPS procede al rimborso di una quota capitale delle obbligazioni pari a quella prevista dal piano di ammortamento dei mutui concessi. Nel 2009 i titoli hanno generato interessi cedolari per un ammontare pari ad Euro 226.628,25.

• **Azioni**

L'ammontare complessivo delle azioni in portafoglio al 31 dicembre è pari ad Euro 9.296.486,92. Il pacchetto azionario è costituito da Unicredit Spa, Intesa San Paolo e Banca Popolare di Sondrio.

• **Fondi alternativi**

I fondi di Private Equity in portafoglio continuano ad effettuare investimenti nel settore. A dicembre 2009 risultano essere stati richiamati complessivamente Euro 5.933.570,90 su Euro 14.100.000 impegnati.

A fine anno sono stati deliberati investimenti per Euro 5.000.000,00 in un fondo immobiliare denominato Optimum Evolution Real Estate Fund I, che ha l'obiettivo di acquisire un portafoglio diversificato di immobili ad uso residenziale e commerciale attraverso una selezione accurata e meticolosa di opportunità sul mercato tedesco, con una importante focalizzazione nella città di Berlino. Il fondo è del tipo "a chiamata", ovvero l'ammontare investito sarà richiamato man mano che il manager del fondo troverà buone opportunità di impiego. Al 31 dicembre del 2009 non è stato effettuato alcun richiamo di capitale.

• **Fondi Comuni**

I fondi comuni in portafoglio al 31 dicembre 2009 sono quattro: due investono nel

comparto obbligazionario (Fondo Kairos International Target 2014 e Fondo LODHI Convertible Bond), due nel comparto azionario (Julius Baer Northern Africa e Julius Baer Black Sea). L'ammontare complessivo degli investimenti è di Euro 8.956.678,87.

COMPARTO DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE

Il comparto, che al 31 dicembre ammonta a 7.156.000 euro, si compone di tutti quegli investimenti sui quali **l'Enpav si riserva la facoltà di cogliere le opportunità di mercato o di smobilizzo per fronteggiare le molteplici esigenze che possono scaturire dall'attività istituzionale.** Non è tuttavia neces-

sario che lo smobilizzo dei prodotti in questione avvenga entro un breve periodo, in quanto esso è in funzione dell'andamento del mercato o delle necessità finanziarie dell'Ente.

CONTRATTI DI CAPITALIZZAZIONI

Nel corso del 2009 si è proceduto ad incrementare l'investimento nella polizza di Cattolica di un ammontare pari a 3.000.000 euro. **I proventi incassati dalle polizze di assicurazione per i mesi di competenza del 2009 sono stati pari a 506.008 euro.**

*Direzione Amministrativa, Area Finanza, Enpav

Al via il bando delle borse di studio 2010

di Paola Grandoni*

Il Bando delle Borse di Studio 2010 ha messo a disposizione 188 sussidi. Esclusi dal bando gli studenti vincitori dello scorso anno per la medesima classe di studio. La domanda andrà presentata entro il 30 settembre.

- **Anche quest'anno l'Ente ha messo a concorso gli attesi sussidi per motivi di studio per i familiari degli associati.** L'istituto si è dimostrato molto popolare tra gli studenti, che ne fanno richiesta sempre più numerosi. I dati degli ultimi anni mostrano infatti un trend in crescita. **Dall'analisi delle domande risulta inoltre costante la localizzazione territoriale dei richiedenti,** con una prevalenza degli studenti del Sud Italia rispetto a quelli del Nord e del Centro. Nel Centro, in particolare, si registra un minor numero di studenti beneficiari.

Nel corso degli anni, in considerazione del gran numero dei partecipanti al concorso, **l'Ente ha prima aumentato i fondi stanziati per le Borse di Studio e successivamente ha anche diminuito l'importo unitario dei sussidi per**

| LIVELLO DI STUDIO | BORSE DI STUDIO DISPONIBILI E IMPORTI | VOTAZIONE MINIMA |
|---------------------------------|---|------------------|
| SCUOLE SUPERIORI ANNI INTERMEDI | 102 borse di studio Importo unitario: € 500,00 | 7,50 |
| SCUOLE SUPERIORI ULTIMO ANNO | 36 borse di studio Importo unitario: € 750,00 | 83/100 |
| CORSI UNIVERSITARI | 50 borse di studio Importo unitario: € 1.500,00 | 27/30 |