

Nel corso del 2015 sono stati venduti i tre CDO con sottostante rischio Deutsche Bank.

#### Portafoglio Istituzionale: euro 255 milioni

In termini convenzionali gli investimenti Mission Related diretti (BdI e Gemelli) sono valorizzati al valore di costo.

- Banca di Italia (Euro 225 milioni)

Nel 2015 è stata completata l'operazione di acquisto dei titoli azionari rappresentativi del capitale di Banca di Italia. Sono in corso le operazioni di dematerializzazione dei titoli fisici al fine di poter avviare nel corso del 2016 il mercato di quotazione riservato agli investitori autorizzati alla partecipazione nel capitale dell'Istituto Centrale. Il dividendo previsto in pagamento è del 5% circa.

I risultati di bilancio della banca verranno presentati nella consueta assemblea della Banca di Italia alla presenza delle principali autorità pubbliche e del settore bancario nel mese di maggio.

- Prestito Obbligazionario Gemelli ( Euro 30 milioni)

Il prestito ha durata decennale, paga una cedola annuale del 4% e prevede un rimborso annuale a partire dal 6° anno.

L'investimento effettuato in dicembre, dopo le opportune valutazioni di copertura del rischio, rientra nel Portafoglio Istituzionale "mission related" come investimento nella struttura ospedaliera importante nel Paese in un momento particolarmente delicato che riguarda l'attività professionale di circa 4300 risorse, di cui circa 900 medici per i quali il Policlinico spende circa 120 milioni all'anno.

Nell'ambito dell'operazione sono previste aree di collaborazione con il Policlinico Gemelli al fine a) di promuovere la diffusione del Fondo Sanità, fondo pensione integrativo, presso il personale alle dipendenze del Policlinico e b) l'utilizzo del nuovo Trial Center clinico per le iniziative legate agli investimenti del Fondo Strategico per la Salute Principia III.

#### **Portafoglio in Gestione Indiretta: euro 9,3 miliardi**

*Attività Liquide: euro 9,1 miliardi*

#### Mandati in delega di gestione (Gestioni Attive e Passive): euro 8,7 miliardi

Nel corso del 2015 l'Ente ha proseguito il progetto di revisione del portafoglio mobiliare al fine di raggiungere una graduale e progressiva convergenza del portafoglio rispetto a quanto previsto dall'allocazione strategica di lungo periodo. In linea con il processo avviato negli scorsi esercizi, è proseguita l'attività volta a razionalizzare e

migliorare il profilo del portafoglio anche attraverso l'ampliamento della componente in delega di gestione. Gli interventi più significativi hanno riguardato:

- L'incremento della componente attiva del portafoglio, attraverso l'introduzione di nuove gestioni attive globali, sia per la componente azionaria che per quella obbligazionaria;
- La rimodulazione delle componenti attive ed indicizzate del portafoglio, sia mediante nuovi conferimenti che attuando attività di ribilanciamento tra le diverse componenti;
- Il prosieguo dell'attività di semplificazione e razionalizzazione del portafoglio, attraverso l'introduzione di nuove strategie passive enhanced che insistono sul comparto della materie prime.

In relazione alle risorse allocate nel corso dell'esercizio, sono state effettuate nuove allocazioni per circa 2,7 miliardi di euro e conferimenti di strumenti finanziari per circa 39 milioni di euro, così come riportato nella seguente tabella riepilogativa:

Investimenti e conferimenti al Portafoglio in delega di gestione (milioni di Euro)			
Attività conferita	Gestori attivi	Gestori indicizzati	Totale
Liquidità	1.840	848	2.688
Titoli		39	39
<b>Totale</b>	<b>1.840</b>	<b>887</b>	<b>2.727</b>

Gli interventi che hanno interessato la **componente attiva** del portafoglio in delega di gestione attengono sia alla selezione di nuove strategia attive globali che alla rimodulazione delle risorse allocate nel rispetto delle linee guida di lungo periodo. Il peso della componente attiva del portafoglio in delega di gestione è stato incrementato arrivando a rappresentare circa un terzo del totale delle risorse della componente mobiliare, con l'obiettivo di migliorare complessivamente le caratteristiche del portafoglio e di raggiungere un'esposizione che possa incrementare il livello di stabilità degli stessi risultati. Nel dettaglio, le operazioni effettuate sono riepilogate qui di seguito:

- a. Avvio di nuove gestioni attive:
  - i. Azionario Globale (Newton, Robeco, Vontobel) per un totale di € 280 milioni;
  - ii. Obbligazionario Globale (Amundi, BlueBay, Brandywine, Goldman Sachs) per un totale di € 1.400 milioni;
- b. Riallocazione delle risorse e nuovi conferimenti alle seguenti strategie:
  - i. Bilanciato Globale (Credit Suisse, Invesco) per un totale di € 60 milioni;
  - ii. Bilanciato Area Euro (Eurizon, Symphonia) per un totale di € 50 milioni;
  - iii. Obbligazionario Area Euro (Banca Patrimoni) per un totale di € 50 milioni.

I mandati attivi hanno quindi ricevuto un apporto di risorse per complessivi circa 1.840 milioni, distribuiti privilegiando le asset class che risultavano maggiormente

sottopesate rispetto al peso target di lungo periodo, così come risulta dal seguente schema di sintesi:

Conferimenti ai Gestori Attivi (milioni di Euro)	
<b>Strategie d'investimento</b>	<b>Totale</b>
Azionario Globale	280
Bilanciato Area Euro	50
Bilanciato Globale	60
Obbligazionario Area Euro	50
Obbligazionario Globale	1400
<b>Totale</b>	<b>1840</b>
<b>Per tipologia di asset class</b>	<b>Totale</b>
Azionario Europa	24
Azionario Globale	280
Azionario Nord America	9
Obbligazionario Area Euro	106
Obbligazionario Area Ex-Euro	21
Obbligazionario Globale	1400
<b>Totale</b>	<b>1840</b>

Nel corso del 2015 sono stati effettuati apporti alle gestioni indicizzate per circa 887 milioni di euro, attraverso un aumento delle esposizioni sia nelle asset class tradizionali che in quelle alternative.

Le risorse conferite alla **componente indicizzata** del portafoglio sono così passate da 4,4 nel 2014 a circa 5,6 miliardi di euro nel 2015, mediante sia la rimodulazione e l'incremento delle componenti indicizzate legata al comparto delle materie prime, che attraverso nuovi conferimenti e ribilanciamenti dei mandati "Europe Bilanciato", "Ex-Europe Paesi Sviluppati Bilanciato", "Governativo Specializzato". Nel corso del secondo semestre dell'anno, è stata effettuata la progressiva rimodulazione della componente legata al settore delle materie prime. Alla stregua delle selezioni effettuate e del conseguente investimento mediante nuove gestioni passive, sono state avviate due strategie indicizzate sul comparto delle materie prime. Dal lato della componente legata ai mandati in delega di gestione, è stata selezionata la strategia passive enhanced di BlackRock Commodities; alla luce dell'incertezza che ha continuato a caratterizzare il comparto per tutto l'anno, la posizione è stata costruita progressivamente per un totale di risorse allocate pari a circa 85 milioni di euro circa.

Il portafoglio in delega di gestione risulta composto a fine esercizio 2015 da 21 gestioni per un controvalore di mercato complessivo pari a circa 8,7 miliardi di euro. Il 36% di questi (circa 3,1 miliardi) è suddiviso in 16 mandati attivi, mentre il restante 64% (circa 5,6 miliardi) risulta essere investito mediante 5 gestioni indicizzate.

<b>Conferimenti ai Gestori Indicizzati (milioni di Euro)</b>			
<b>Strategie d'investimento</b>	<b>Liquidità</b>	<b>Titoli</b>	<b>Totale</b>
<i>Bilanciato Europa</i>	332		<b>332</b>
<i>Bilanciato Ex-Europa</i>	160		<b>160</b>
<i>Governativo Specializzato</i>	310		<b>310</b>
<i>Materie prime</i>	46	39	<b>85</b>
<b>Totale</b>			<b>887</b>
<b>Per tipologia di asset class</b>			<b>Totale</b>
<i>Azionario Europa</i>			<b>56</b>
<i>Azionario Nord America</i>			<b>19</b>
<i>Azionario Pacifico</i>			<b>13</b>
<i>Obbligazionario Governativo Euro</i>			<b>40</b>
<i>Obbligazionario Governativo Ex-Euro</i>			<b>263</b>
<i>Obbligazionario Governativo I.L. Euro</i>			<b>127</b>
<i>Obbligazionario Corporate Euro</i>			<b>139</b>
<i>Obbligazionario Corporate Usa</i>			<b>82</b>
<i>Obbligazionario Mercati Emergenti</i>			<b>62</b>
<i>Materie prime</i>	46	39	<b>85</b>
<b>Totale</b>			<b>887</b>

Riguardo al rendimento, i mandati in delega di gestione negli ultimi 12 mesi hanno evidenziato un risultato lordo complessivo (al netto delle commissioni) pari a circa lo 0,8%.

Nel dettaglio, i mandati attivi negli ultimi 12 mesi hanno evidenziato un risultato positivo del 2,7%, con una sovraperformance complessiva di circa 50 punti base al netto degli oneri di gestione. Questo risultato è da attribuirsi principalmente ai 9 mandati preesistenti, dal momento che il set-up delle nuove gestioni è terminato negli ultimi giorni dell'esercizio. A seguito dell'implementazione delle nuove linee guida avvenuta nel corso del secondo semestre dello scorso esercizio, si è osservato un progressivo miglioramento del profilo della componente attiva del portafoglio, con risultati complessivamente interessanti nonostante la crescente fase di incertezza registrata sui mercati.

Nella tabella seguente sono stati riepilogati i risultati archiviati della singole componenti del portafoglio in delega di gestione, comprensivi del contributo marginale delle nuove gestioni. Ne corso del prossimo esercizio ed anche alla luce degli input che potrebbero derivare dalla revisione delle linee guida strategiche di lungo periodo, i mandati che hanno mostrato delle persistenti fasi di criticità in termini dell'effettiva capacità di creare valore saranno rimodulati a favore di strategie che avranno dimostrato di contribuire a migliorare positivamente il portafoglio nel suo complesso.

Mandati in delega di Gestione	Valore al 31/12/2015	Rendimento 2015		
		Portafoglio	Benchmark	Diff.
dati in milioni di Euro	<b>8.722,0</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,9%</b>	<b>-0,1%</b>
<b>Mandati Indicizzati</b>	<b>5.584,6</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-0,3%</b>
Bilanciato ex Euro <i>(BlackRock)</i>	1.761,6	0,2%	0,6%	-0,4%
Bilanciato Euro <i>(State Street)</i>	1.870,8	1,6%	1,8%	-0,2%
Azionario Globale <i>(Credit Suisse AG)</i>	830,8	-0,4%	0,1%	-0,5%
Obbligazionario Globale <i>(Legal &amp; General)</i>	1.052,6	0,6%	0,8%	-0,2%
Commodities Passive Enhanced <i>(BlackRock)</i>	68,8	-21,8%	-21,8%	-0,1%
<b>Mandati Attivi</b>	<b>3.137,4</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,2%</b>	<b>0,5%</b>
<b>Obbligazionari Euro</b>	<b>246,9</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,6%</b>
Banca Patrimoni	97,2	3,0%	0,9%	2,1%
Banca Pop. Sondrio	149,7	1,0%	0,9%	0,1%
<b>Bilanciati Euro</b>	<b>592,2</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,0%</b>	<b>-0,1%</b>
Anima	184,4	3,2%	3,0%	0,2%
Dueemme	178,5	2,2%	3,0%	-0,8%
Eurizon	113,1	3,5%	3,0%	0,5%
Symphonia	116,1	2,9%	3,0%	-0,1%
<b>Bilanciati Globali</b>	<b>617,7</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,0%</b>
Credit Suisse	215,4	3,6%	2,0%	1,6%
Deutsche Bank	185,9	1,8%	2,0%	-0,3%
Invesco	216,4	3,6%	2,0%	1,6%
<b>Obbligazionari Globali</b>	<b>1.398,3</b>	<b>0,0%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>0,5%</b>
Amundi	349,2	-0,2%	-0,5%	0,2%
Bluebay	350,6	0,2%	-0,5%	0,7%
Brandywine	348,4	-0,5%	-0,5%	0,0%
Goldman Sachs	350,1	0,0%	-0,5%	0,5%
<b>Azionari Globali</b>	<b>282,4</b>	<b>0,8%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>2,9%</b>
Newton	102,2	2,2%	-2,0%	4,3%
Robeco	100,6	0,6%	-2,0%	2,6%
Vontobel	79,5	-0,6%	-2,0%	1,4%

I mandati indicizzati negli ultimi 12 mesi hanno evidenziato un risultato dello 0,3%, complessivamente in linea con i rendimenti espressi dai mercati oggetto d'investimento. Si ricorda che i risultati dei parametri di riferimento azionari non sono perfettamente replicabili in quanto i benchmark considerati sono al lordo della tassazione ed in valuta locale. Ne deriva che all'incremento del peso della componente azionaria all'interno dei mandati passivi, aumenta anche il differenziale di risultati rispetto ai mercati considerati. In aggiunta, i nuovi conferimenti hanno logicamente avuto un impatto leggermente negativo in termini di costi di transazione, maggiori rispetto a quelli derivanti dall'ordinaria gestione indicizzata. Le considerazioni evidenziate spiegano quasi interamente il differenziale di rendimento tra i mandati ed i rispettivi parametri di riferimento nel 2015.

#### Fondi (O.I.C.R.): euro 0,4 miliardi

Anche nel corso di questo esercizio è proseguita l'attività di razionalizzazione delle singole componenti del portafoglio diretto, attraverso nuove operazioni che hanno interessato maggiormente la componente legata agli investimenti alternativi (materie

prime, ritorno assoluto). Attualmente gli O.I.C.V.M. si compongono di 7 fondi e di un ETC per un controvalore di mercato a fine dicembre di circa 391,7 milioni di euro.

Alla luce della notevole incertezza che ha caratterizzato i mercati oggetto d'investimento di questa porzione del portafoglio nel corso del 2015, i risultati archiviati sono stati complessivamente non deludenti (circa -5,4% rispetto ad un -7,1% espresso complessivamente dai rispettivi parametri di riferimento). Le componenti del portafoglio che insistono nei mercati emergenti e nel comparto delle materie prime hanno subito i ritracciamenti più evidenti.

Fondi e ETF	Valore al 31/12/2015 in mil. Euro	Rendimento 2015		
		Port.	Bench.	Diff.
Monetario	-	-0,1%	0,0%	-0,2%
Obbligazionario Mercati Emergenti	159,0	-1,2%	0,7%	-1,9%
Azionario Paesi Emergenti	57,9	-3,9%	-5,4%	1,5%
Ritorno assoluto	84,5	-1,9%	-0,2%	-1,6%
Commodities	90,3	-18,7%	-26,9%	8,3%
<b>Totale</b>	<b>391,7</b>	<b>-5,4%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>1,7%</b>

Nel corso dell'esercizio è continuata l'attività di razionalizzazione ed efficientamento del portafoglio fondi, mediante il conferimento ai Gestori di circa 46 milioni di strumenti finanziari, come anticipato in precedenza.

L'esposizione al settore delle materie prime ed al comparto a ritorno assoluto sono state incrementate progressivamente, attraverso l'investimento nella strategie dei fondi Credit Suisse Nova Commodity (indicizzata passive enhanced) e del BlackRock Global Allocation Fund. Il totale delle risorse allocate nella strategia passive enhanced nel comparto della materie prime è esattamente speculare all'ammontare del mandato passive enhanced di BlackRock. Complessivamente, il comparto di attività delle materie prime ha visto una rimodulazione di risorse pari a circa 46 milioni di euro e nuovi investimenti per circa 124 milioni di euro.

*Attività Illiquide: euro 177 milioni.*

#### Fondi di Private Equity: euro 61 milioni

A fine esercizio 2015 il portafoglio di private equity dell'Ente è composto da 8 fondi, di cui 2 fondi di fondi globali, un fondo di fondi immobiliari, ed un fondo, Principia III, destinato al Portafoglio Istituzionale – “Mission Related”, per un impegno complessivamente sottoscritto pari ad euro 255,5 milioni.

Al 31 dicembre 2015 il TIR stimato del portafoglio è pari al 3,5%, a fronte di un TIR del benchmark di riferimento pari al 12,8%.

Considerando l'incremento del NAV e le distribuzioni effettuate dai fondi nell'esercizio, la performance stimata prodotta nel 2015 è pari a circa il 3,3%, contro il 5,3% del benchmark *Cambridge US Private Equity Index*, quest'ultimo tuttavia aggiornato solo a settembre 2015.

Il valore di mercato (Net Asset Value o NAV) del portafoglio complessivo di private equity dell'Ente a fine 2015 ammonta ad euro 80,8 milioni. Si tratta di un valore stimato dai gestori, in quanto i rendiconti approvati e sottoposti all'esame dei revisori contenenti il dato ufficiale vengono prodotti in data successiva alla redazione del presente bilancio.

Il portafoglio complessivo della Fondazione registra a fine anno, considerando anche il fondo IGI non più presente in chiusura di esercizio in quanto liquidato, richiami complessivi per euro 119,3 milioni, e distribuzioni per euro 56,5 milioni. Restano da richiamare euro 141,2 milioni, di essi, tuttavia, più del 90% sono riferiti al fondo Principia III, iniziato nel 2014.

Il fondo **IGI Investimenti Sud**, in cui l'Ente aveva investito 5 milioni di euro, è stato definitivamente liquidato a giugno 2015. Alla fine delle operazioni il fondo ha prodotto un TIR complessivo del -11,8%, a fronte del benchmark di riferimento del 18,9% per il vintage 2002, anno di lancio del fondo.

Il fondo **Quadrivio** è in via di chiusura. In data 23 luglio 2015, il Consiglio di Amministrazione della SGR ha approvato un piano di liquidazione, che contempla la vendita dell'unica partecipazione ancora attiva in portafoglio, Emmeci, e la liquidazione della *holding* Fine Sounds, che ha venduto tutte le sue partecipazioni nel corso del 2014. In data 07 maggio 2015, è avvenuto il perfezionamento del processo di fusione per incorporazione di Quadrivio SGR S.p.A. in Quadrivio Capital SGR S.p.A. Al 31 dicembre 2015 il TIR stimato del fondo è pari al 4,0%, a fronte del benchmark di riferimento con vintage 2002 pari a 18,9%.

Il fondo **DGPA**, che ha prorogato la scadenza al maggio 2017, sta effettuando la liquidazione delle società in portafoglio. Nel 2015 ha restituito agli investitori euro 17,3 milioni. Al 31 dicembre 2015 il TIR stimato del fondo è pari al 4,5%, a fronte del benchmark di riferimento con vintage 2006 pari a 8,3%.

Il fondo **NCP** ha distribuito euro 13 milioni nel 2015. Al 31 dicembre 2015 il TIR stimato del fondo è pari al 5,3%, a fronte del benchmark di riferimento con vintage 2008 pari a 11,3%.

Il fondo **ACIII** ha distribuito agli investitori euro 45,1 milioni nel 2015. Al 31 dicembre 2015 il TIR stimato del fondo è pari al 10,2%, a fronte del benchmark di riferimento con vintage 2008 pari a 11,3%.

Il fondo **Principia II** ha analizzato le prospettive dei sottostanti investimenti in vista della scadenza nel 2019. Il piano fornisce una stima delle performance potenziali del fondo attraverso l'elaborazione di scenari alternativi a partire dallo scenario base

elaborato dalla SGR gestrice, con la duplice finalità di verificare la solidità dell'equilibrio finanziario del fondo. In base allo scenario base il fondo dovrebbe essere in grado di recuperare il capitale investito. Nel caso peggiore il fondo dovrebbe chiudere con una perdita di poco inferiore al 50%. Essendo un fondo di start-up tecnologiche la variabilità è molto accentuata. La start-up "Doveconviene" è stata oggetto di un aumento di capitale, finanziato da un investitore, di circa Euro 10 milioni con una valutazione pre-money di Euro 42,5 milioni ovvero pari a circa 4,5x del costo di investimento di Principia. Al 31 dicembre 2015 il TIR stimato del fondo è pari al -15,1%, a fronte del benchmark di riferimento con vintage 2008 pari a 11,3%.

Il fondo **AC PERE** ha registrato un notevole aumento di valore dato sia dalla rivalutazione del dollaro nei confronti dell'Euro sia dalla performance dei sottostanti fondi esposti principalmente al mercato *real estate* USA, sia debito che equity. Al 31 dicembre 2015 il TIR stimato del fondo è pari al 9,6%, a fronte del benchmark di riferimento con vintage 2009 pari a 17,3%.

Il fondo **Sator** ha effettuato una distribuzione di circa il 30% del fondo a valere sull'operazione di vendita di Petrovalves, chiusasi con un multiplo 1,5x ed un IRR del 25,5%. Al 31 dicembre 2015 il TIR stimato del fondo è pari al 3%, a fronte del benchmark di riferimento con vintage 2010 pari a 13,8%.

Private Equity	Scadenza Fondo	Capitale raccolto	Impegno ENPAM				Valutazioni al 31/12/15				Perf. 2015		Flussi 2015		IRR annuo da inizio		Flussi da inizio	
			Milioni	Anno	Part.	Da rich.	Valore	RVPI	DPI	TVPI	Ptf	Bmk	Rich.ti	Distr.ti	Ptf	Bmk	Rich.ti	Distr.ti
Fondo IGI Investimenti Sud	15/04/2015	50	5,0	2002	10,0%	0,28	0,00	0,47	0,47	-12,5 %	5,3%	0,00	0,13	-11,8 %	18,9%	4,72	2,24	
Fondo Quadrivio New Old Economy	19/07/2015	100	8,0	2002	8,0%	0,00	1,16	0,15	1,09	1,23	-1,9 %	5,3%	0,03	0,36	4,0%	18,9%	8,00	8,70
DGPA	21/05/2015	105	20,0	2006	19,1%	0,00	9,34	0,47	0,81	1,28	9,6%	5,3%	0,00	3,30	4,5%	8,3%	20,00	16,10
Advanced Capital III	28/12/2017	228	25,0	2008	11,0%	3,30	16,09	0,74	0,73	1,47	5,3%	5,3%	2,20	4,95	10,2%	11,3%	21,70	15,81
Network Capital Partners	31/12/2021	107	15,0	2008	14,1%	4,88	11,40	1,13	0,25	1,38	10,4%	5,3%	0,00	1,83	5,3%	11,3%	10,13	2,54
Principia II	01/04/2019	63	7,5	2008	11,9%	0,10	3,67	0,50	0,10	0,59	-9,4 %	5,3%	0,12	0,71	-15,1 %	11,3%	7,40	0,71
Advanced Capital Real Estate	08/01/2020	25	10,0	2009	39,4%	0,29	11,43	1,18	0,16	1,34	22,0%	5,3%	1,41	0,00	9,6%	17,3%	9,71	1,60
Fondo Sator	05/03/2020	500	20,0	2010	4,0%	4,31	8,72	0,56	0,55	1,10	-11,7 %	5,3%	1,12	6,48	3,0%	13,8%	15,69	8,56
Principia III (Fondo Strategico)	30/06/2024	185	150,0	2014	81,1%	128,07	18,98	0,95	0,01	0,96	n.d.	n.d.	20,85	0,20	n.d.	nd	21,93	0,19
<b>TOTALE (1)</b>		<b>1.363</b>	<b>260,5</b>		<b>141,2</b>		<b>80,8</b>	<b>0,68</b>	<b>0,47</b>	<b>1,15</b>	<b>3,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>25,7</b>	<b>18,0</b>	<b>3,5%</b>	<b>12,8%</b>	<b>119,3</b>	<b>56,5</b>

**RVPI (Residual Value to Paid In):** Rapporto tra valore del fondo alla data di riferimento e il capitale richiamato

**DPI (Distribution to Paid In):** Rapporto tra valore delle distribuzioni del fondo alla data di riferimento e il capitale richiamato

**TVPI (Total Value to Paid In):** Rapporto tra il valore del fondo + il valore delle distribuzioni del fondo alla data di riferimento e il capitale richiamato

**IRR (Internal Rate of Return):** tasso interno di rendimento. Tasso di rendimento dei flussi di cassa pagati/ricevuti in ipotesi di vendita del fondo alla data di

Attualmente il peso della classe del private equity nell'Asset Allocation Strategica è pari all'1%. Tale peso, considerando il valore complessivo del patrimonio, pari a circa 18,5 miliardi di euro, corrisponde circa a 185,5 milioni di euro. Attualmente il valore di mercato, come già indicato, è pari a euro 80,8 milioni.

Al fine di ridefinire il ruolo strategico di questa classe di investimento, affinché essa possa esprimere il proprio potenziale di apporto sul rendimento del portafoglio complessivo, l'Ente ha avviato un processo di individuazione di un gestore specializzato, che selezioni i migliori fondi di private equity sulla base di un'asset allocation di questa classe, la quale verrà definita considerando gli obiettivi di rischio rendimento dell'Ente, nonché eventuali vincoli volti a contenere il profilo di rischio o anche a riflettere il ruolo di sostegno dell'economia reale italiana.

Si prevede che il processo di selezione venga perfezionato nel corso del mese di aprile 2016, e che il nuovo assetto della classe possa iniziare a configurarsi entro la fine di tale esercizio.

#### Portafoglio Istituzionale: euro 19 milioni

Il fondo **Principia III** (Portafoglio istituzionale “*mission related*”) ha avviato le operazioni di investimento nel 2015 con la sottoscrizione del capitale di due società:

- *WISE Srl*: start-up fondata nel 2011 da 4 ricercatori con sede a Milano presso la Fondazione Filarete ed uffici a Berlino nel campus “Berlin Buch”. L'impegno previsto per il fondo è di Euro 1,215 milioni alla fine di un aumento di capitale di euro 3 milioni da effettuarsi in più riprese entro metà 2016. Un primo richiamo è stato effettuato in giugno 2015 per circa 700 mila euro. L'operazione è finalizzata a sviluppare una innovazione di prodotto nella produzione di polimeri estensibili utilizzati per elettrodi flessibili di nuova generazione, meno invasivi e maggiormente biocompatibili.

- *COMECER SpA*: società fondata nel 1970 da Carlo Zanelli con sede a Ravenna. È uno dei principali operatori nella progettazione e realizzazione di sistemi di isolamento per la medicina nucleare. L'impegno previsto per il fondo è di Euro 22,5 milioni di cui 18,6 per la Fondazione sono stati richiamati a dicembre. La società è partecipata dalla Recomec (holding della famiglia Zanelli) per il 67% e dal Fondo Italiano di Investimento per il 33%. L'operazione va a finanziare il subentro nell'azionariato del Fondo Italiano di investimento e di un componente della famiglia Zanelli. Alla fine dell'operazione il Fondo Principia III avrà un peso del 45%.

L'ammontare complessivo raccolto dal gestore del fondo **Principia III**, nel corso del 2015, è passato da 160 a 185 milioni di euro, per l'entrata di nuovi sottoscrittori. Il peso della partecipazione dell'Ente a questo fondo, che ammonta a 150 milioni di euro, è quindi scesa da 93,8% a 81,1%.

Polizze Assicurative: 33 milioni

Polizze		N.	Durata (anni)	Scadenza	Tasso Tecnico	Valuta	Tipologia di premio	Premi versati (mil. di Euro)	Valore al 31/12/2015 (mil. di Euro)	Rendimento 2015		Rendimento annuo da inizio	
										Polizza	BMK	Polizza	BMK
Allianz S.p.A. (ex RB Vita) (1)	Speciale Valore USD	791170	10	21/10/15	2%	USD	Annuale	22,5		10,0%	1,4%	4,8%	4,0%
Cattolica Assicurazioni (2)	Persona Life Eurosun Dinamico	105290	5+5	19/02/18	2%	EUR	Unico	16,1	21,1	3,3%	1,7%	3,5%	5,4%
Cattolica Assicurazioni (2)	Persona Life Eurosun Dinamico	105700	5+5	17/12/19	2%	EUR	Unico	10,0	12,3	3,3%	1,7%	3,4%	5,0%
<b>TOTALE</b>								<b>48,6</b>	<b>33,4</b>	<b>6,3%</b>	<b>1,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,6%</b>

Le Polizze hanno registrato un buon andamento nel 2015 grazie soprattutto al prodotto Allianz (+10,0%) che ha beneficiato dell'apprezzamento del dollaro. La polizza infatti è in dollari e risente delle oscillazioni del cambio Eur/usd. La polizza è giunta a scadenza in ottobre consegnando un rendimento complessivo del 4,8% annuo. Al netto dell'effetto cambio il rendimento è del 2,7% nel 2015, e del 2,0% annuo da inizio.

Fondi Hedge: 63 milioni

FONDI HEDGE		Valore al 31/12/14 Mil. di Euro	Valore al 31/12/15 Mil. di Euro	Rendimento 2015			Rendimento annuo da inizio investim.			Rischio (dev. St)		
				Fondo	Bmk	Diff.	Fondo	Bmk	Diff.	Fondo	Bmk	TEV
<b>Totale Hedge Fund nelle note</b>	<b>Nota</b>	<b>88,6</b>	<b>74,2</b>	<b>-3,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,5%</b>
Efficiency Absolute Return CL /Ter 1.11		5,4	5,4	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	2,9%	-3,0%	3,6%	3,9%	2,0%
Efficiency Absolute Return CL /Ter 1.11		3,4	3,4	-0,3%	-0,2%	-0,1%	2,1%	3,2%	-1,1%	3,3%	3,9%	2,1%
En Trust Cl C-I Sr1109	Art 5 sr 153	10,3	9,4	-8,6%	-0,2%	-8,3%	2,7%	-0,1%	2,8%	5,5%	3,9%	3,0%
Liongate MS Eur	Art 5 sr 152	12,1	10,7	-2,9%	-0,2%	-2,7%	-4,2%	0,9%	-5,2%	6,4%	5,4%	5,4%
Man Bluecrest	Man BlueCrest	37,3	36,1	-3,2%	-0,2%	-3,0%	3,8%	2,0%	1,8%	5,3%	5,4%	6,0%
Terrapin Offshore	Art 5 sr 153	9,6	9,1	-5,8%	-0,2%	-5,6%	3,0%	2,8%	0,1%	5,5%	3,9%	3,3%
EnTrust Cl C1 Sr 0111	Ter Sr 2	10,4	-	2,1%	2,7%	-0,6%	2,9%	3,0%	-0,1%	4,6%	3,7%	2,7%
<b>Totale Hedge Fund in diretta</b>		<b>38,1</b>	<b>62,9</b>	<b>0,1%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>1,1%</b>	<b>4,2%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,0%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,6%</b>	<b>2,4%</b>
HEDGE INV GLOBAL FD-CL IV		26,33	52,3	4,4%	-0,2%	4,6%	4,6%	3,1%	1,5%	3,8%	3,7%	2,0%
PIONEER Side Pockets		0,41	0,38	7,5%	-0,4%	8,2%	2,8%	-0,1%	2,9%	19,5%	3,9%	18,9%
EnTrust Diversified Alpha Plus (Certificato)		-	9,5	-10,4%	-2,9%	-7,6%				4,5%	3,5%	2,4%
TARCHON Side Pockets		0,74	0,72	-3,1%	-0,2%	-2,9%	4,0%	4,0%	0,0%	7,1%	3,5%	7,3%
UNIFORTUNE VALUE Side Pockets		0,04	-	-46,7%	-0,2%	-46,5%	-30,7%	2,4%	-33,1%	20,5%	0,8%	18,1%

I fondi **Hedge** (in detenzione diretta) evidenziano una performance sostanzialmente in linea con il mercato (+0,1% contro -0,9% del mercato). Il fondo Entrust, che è rappresentato nel certificato emesso da JPM a seguito della vendita dei titoli effettuata nel 2015, è in fase di rimborso.

## PORTAFOGLIO IMMOBILIARE (2)

Il Portafoglio degli investimenti immobiliari di Enpam è suddiviso in due comparti:

- a. Il comparto diretto, rappresentato da cespiti detenuti direttamente alla Fondazione, e gestiti per il tramite di Enpam Real Estate Srl;
- b. Il comparto indiretto, rappresentato da quote – o strumenti assimilabili – di fondi immobiliari.

I fondi immobiliari rientrano nella categoria degli Investimenti Alternativi<sup>1</sup> e rappresentano forme di impiego a medio-lungo termine, spesso legate all'andamento dei cicli economici e caratterizzate da bassa liquidità, con meccaniche di liquidazione vincolate a medio termine e non pienamente prevedibili, per quanto appropriate per il patrimonio della Fondazione in un'ottica di asset-liability management. Come noto, la Fondazione ha confermato nell'ultimo piano triennale degli investimenti approvato il 27 Novembre 2015, di non procedere all'acquisto di nuovi immobili se non tramite veicoli di investimento, principalmente Fondi Immobiliari.

Il portafoglio Immobiliare, nella seguente tabella di dettaglio, riporta il valore di mercato ad inizio anno, il valore di mercato a fine anno, il rendimento di mercato stimato nel 2015, la stima del contributo di gestione a mercato ed il relativo rendimento sul capitale investito netto. L'incidenza del portafoglio sul patrimonio è di 31,38% (34,6% nel 2014), ripartito tra comparto diretto al 12,97% (17,66% nel 2014) e comparto indiretto al 18,41% (16,9% nel 2014).

<sup>1</sup> Fondi disciplinati dalla Direttiva 2011/61/UE, recepita secondo tempistiche diverse dai vari stati membri - in Italia attraverso il d.l. 4 Marzo 2014, n. 44 - che disciplina i fondi diversi da quelli disciplinati dalla Direttiva 2009/65/CE (direttiva UCITS IV)

Portafoglio € milioni	2015										
	Valore 31 dic 2014	Mercato 31 dic 2015	Peso % (a)	Apporti/ rimborsi	Divid/ Canoni	Risultato Economico	Perf.	Contributo Gestione (b) *	Contributo Comparativo (b)/(a) *	Bmark (1)	
Comparto Immobiliare	5.973,6	5.645,57	31,38%	- 361,51	100,36	133,84	2,41%	45,81%	1,46	4,2%	
<b>Comparto Immobiliare Gestione Diretta *</b>	<b>3.052,6</b>	<b>2.333,68</b>	12,97%	- 718,96	28,72	28,72	1,27%	9,83%	0,76	4,2%	
Direzionale	1.084,50	1.105,38	6,14%	20,88	18,98	18,98	1,72%	6,50%	1,06		
Residenziale	1.190,94	894,33	4,97%	- 296,60	36,54	36,54	4,09%	12,51%	2,52		
Hotel	604,31	195,62	1,09%	- 408,69	3,76	3,76	1,92%	1,29%	1,18		
Commerciale - altro	172,89	138,35	0,77%	- 34,55	3,75	3,75	2,71%	1,28%	1,67		
Enpam Real Estate srl	-	-	0,00%	-	34,31	- 34,31	ND	-11,74%	0,00		
<b>Comparto Immobiliare Gestione Indiretta</b>	<b>2.921,0</b>	<b>3.311,89</b>	18,41%	357,45	71,64	105,12	3,39%	35,98%	1,95	4,2%	
Antirion Global - Core	597,29	731,02	4,06%	116,22	-	17,51	2,45%	5,99%	1,47		
Antirion Global - Hotel	-	244,68	1,36%	244,40	-	0,28	0,11%	0,10%	0,07		
Antirion Aesculapius *PI	-	87,42	0,49%	87,00	-	0,42	0,48%	0,14%	0,29		
Antirion Retail - GC	114,75	119,54	0,66%	-	7,22	12,01	10,46%	4,11%	6,19		
AXA - Caesar	51,43	54,75	0,30%	- 1,85	0,83	6,00	12,11%	2,05%	6,75		
AXA - Hadrian	-	-	-	-	-	-	-	-	na		
Campus Biomedico	10,00	12,90	0,07%	-	-	2,90	29,02%	0,99%	13,85		
CdP - FIA **	6,19	8,09	0,04%	1,85	-	0,05	0,57%	0,02%	0,35		
Coima - Hicof	15,08	15,81	0,09%	0,29	0,19	0,62	4,06%	0,21%	2,43		
Fabrica - Socrate	9,43	9,40	0,05%	- 0,13	-	0,10	1,02%	0,03%	0,62		
IDeA Fimit - Ippocrate	1.840,68	1.855,58	10,31%	-	51,65	66,56	3,62%	22,78%	2,21		
InvestiRE - FIP	84,03	76,13	0,42%	- 7,807	7,66	7,57	9,93%	2,59%	6,12		
InvestiRE - HB	24,65	11,04	0,06%	-	-	13,62	-55,24%	-4,66%	-76,00		
InvestiRE - Spazio Sanità *PI	24,95	26,16	0,15%	-	1,45	2,66	10,65%	0,91%	6,26		
Prelios - PAI comp. A *PI	0,67	3,49	0,02%	2,81	-	0,01	0,21%	0,00%	0,13		
Prelios - PAI comp. B *PI	-	0,54	0,00%	0,50	-	0,04	7,37%	0,01%	4,23		
Quorum Q3	118,90	-	0,00%	- 116,22	2,65	0,04	-0,03%	-0,01%	na		
SEB Asian Property II	15,52	16,43	0,09%	0,38	-	0,53	3,33%	0,18%	1,98		
Sorgente Donatello - Michel	7,40	7,87	0,04%	-	-	0,47	6,30%	0,16%	3,65		
Threestone - Gefcare	-	31,07	0,17%	30,00	-	1,07	3,55%	0,36%	2,11		

**Note:**

(b) \* misura il contributo di ciascuna classe di investimento sul totale

(b)/(a) \* misura la contribuzione reddituale per unità di peso

\*Gestione Diretta: le componenti di reddito considerate, rappresentate prevalentemente da canoni di locazione, hanno visto una riduzione marginale data dalla vendita di alcuni complessi residenziali a reddito, con le relative riduzioni di reddito diluite nel corso dell'anno, che saranno più evidenti nel prossimo esercizio. Il dato è fortemente influenzato dalla perdita d'esercizio registrata da Enpam Real Estate Srl.

Il valore dei cespiti indicato, rispetto a quello del l'anno precedente, differisce per l'applicazione dei nuovi parametri OMI – Nomisma utilizzati per stimare il valore delle poste, e per l'esclusione dei cespiti che siano stati alienati e/o apportati nel corso dell'esercizio. La performance viene calcolata rapportando il valore rappresentato dai canoni d'affitto e gli altri flussi positivi ricevuti da Enpam Real Estate, inclusi profitti/perdite d'esercizio della medesima, alla consistenza di patrimonio immobiliare riportata. Nel Direzionale è incluso come valore l'immobile della Sede di Roma della Fondazione, e l'ulteriore immobile strumentale di Via Greppi a Roma, entrambi esclusi dal calcolo della performance.

(2) Indice IPD® – Italy Total Return Annual Property Index

\*PI identifica gli investimenti di portafoglio istituzionale

Nel corso del 2015 il portafoglio immobiliare ha riportato una crescita relativa di valore – al netto di nuovi investimenti, richiami e/o rimborsi di capitale – di € 133,84 milioni, distinti tra reddito per € 100,36 milioni e circa € 33,5 milioni di crescita in conto capitale, con un rendimento complessivo a mercato del 2,41% (+3,94% nel 2014), ripartito tra contributo dal comparto diretto pari a 1,27% e di 3,39% dal comparto indiretto. Sul rendimento della componente immobiliare pesa il contributo negativo della perdita di esercizio di Enpam Real Estate, pari ad € 37,9 milioni. Al netto di questa infatti, il portafoglio riporterebbe una crescita di valore di € 171,74 milioni, pari ad un rendimento complessivo a mercato del 3,10%.

Il risultato viene confrontato con l'indice di riferimento **IPD® Italy Annual Property** pari a 4,2% per l'intero mercato, con rendimenti variabili tra 7,2%

dell'Industriale-Logistico, al 6,4% del Retail, al 3,3% degli Uffici. Il campione utilizzato è composto da circa 1.800 immobili distribuiti su 63 fondi immobiliari. Il valore di mercato complessivo del campione è pari a € 25 MLD, di cui il 54% circa a destinazione direzionale.

Il benchmark preso a riferimento è quello del mercato italiano data la marginale esposizione del portafoglio immobiliare all'estero, che a fine 2015 rappresenta il 3,1% del portafoglio.

Nella determinazione dei rendimenti del comparto indiretto si considerano, per i fondi, i flussi materializzati come i richiami di investimenti deliberati od i rimborsi di capitale su investimenti in essere, calcolati in aumento/diminuzione del montante dell'investimento, i dividendi incassati, la variazione di valore delle quote rispetto alla precedente valutazione; per Campus Biomedico la variazione nel valore della partecipazione.

Per quanto concerne i rendimenti del comparto diretto, si rilevano le componenti di reddito quali i canoni d'affitto e gli altri flussi rivenienti dalle partecipate, e solo a livello di stima la componente data dalla variazione dei valori di mercato degli immobili. Per la componente alberghiera si considera principalmente la commissione di usufrutto versata da Enpam Real Estate Srl, tenendo conto dell'operazione di apporto realizzata a fine dicembre. Nella determinazione del valore di mercato degli immobili, si stima il valore dei singoli cespiti in base ai parametri aggiornati OMI – NOMISMA, debitamente decurtati per tenere conto di specifiche d'uso dei cespiti, secondo le politiche di valutazione della Fondazione. Quest'anno si include il contributo reddituale della partecipazione Enpam Real Estate nel comparto diretto, per offrire una rappresentazione più omogenea delle fonti di rischio.

**Comparto Indiretto:** 58,7% del portafoglio immobiliare. Nel corso degli ultimi esercizi la Fondazione ha sottoscritto quote di diversi fondi immobiliari, sia per apporto di immobili in precedenza gestiti direttamente, sia per cassa fornita per acquistare nuovi immobili o migliorare immobili esistenti.

Detta politica ha portato ad avere investimenti diversificati per strategie, che di seguito descriviamo per gruppi.

1. **Fondi Core**, rappresentativi di portafogli di immobili, anche di pregio, localizzati in posizioni centrali o semi centrali nelle principali città italiane od europee, ad uso prevalente di ufficio o commerciale *high street*, e normalmente locati, con contratti a lungo termine, a primari conduttori. I fondi *Core* hanno in genere durate superiori a 20 anni. I fondi *Core* sono strategici per la Fondazione grazie alle caratteristiche degli immobili in portafoglio che preservano offrono un reddito stabile nel tempo. Gli immobili in portafoglio sono un investimento strategico per la Fondazione, caratterizzati da stabilità nel tempo dei flussi di reddito e, date le caratteristiche qualitative degli immobili stessi, stabilità nel valore capitale soggetto a poiché normalmente offrono flussi di cassa – dati dai canoni - stabili nel tempo e la qualità

delle strutture, unita a localizzazioni centrali, semi centrali o comunque appropriate per la tipologia di utilizzo, consente sia di mantenere il valore del cespite nel tempo, sia di rendere agevole la rilocalizzazione in caso di disdetta da parte degli attuali conduttori.

Al 31 Dicembre 2015 il valore di questo gruppo era € 2.641.348.402,9 (+1,3% rispetto al 2014), pari al 79,8% del totale comparto indiretto, e suddiviso tra i seguenti fondi:

a. <u>Ippocrate</u>	gestito da IDeA Fimit SGR	€ 1.855.584.019
b. <u>Antirion Core</u>	gestito da Antirion SGR	€ 731.015.321
c. <u>Caesar</u>	gestito da AXA REIM SGR	€ 54.749.062

*Tra i principali fatti di gestione:*

- a. Ippocrate: il Fondo, di cui Enpam è quotista unico, ha registrato nel 2015 una performance pari a 3,62% (+7,76% nel 2014). Il risultato è dato sia da un aumento nel valore complessivo del portafoglio (+0,75%) legato principalmente alla crescita dell'immobile di via Filzi a Milano (+10,9%) e di Rinascente (+3%), che da un aumento nel volume dei canoni dovuto al termine del periodo di *free rent* sui rinnovi contrattuali degli ultimi esercizi ed all'entrata a regime dei contratti stessi. La gestione 2015, che ha visto una distribuzione di dividendi pari a € 51,65 milioni, ha visto migliorare la locazione degli spazi al 94,63% (92,71% nel 2014), e risolte alcune criticità amministrative perduranti tra le quali ricordiamo il rilascio dell'immobile di Piazza Kennedy a Roma da parte del MIUR, avvenuto a febbraio 2016. Nessun cambiamento è avvenuto sulla composizione del portafoglio, costituito da 21 cespiti, di cui 10 localizzati a Milano e provincia, 7 a Roma, 3 in provincia di Verona ed 1 a Novara. Tenendo conto dei cambiamenti di valore intervenuti sugli immobili costituenti il portafoglio, il Fondo Ippocrate vede il 57% del valore rappresentato da immobili ad uso direzionale, il 30,8% da immobili ad uso commerciale (Rinascente), il 10,59% da uso logistico e lo 0,78% rappresentato da altri usi o da altre attività quali partecipazioni in altri fondi di tipo alternativo: il fondo ha acquistato una partecipazione nel fondo eco-village, su cui sono stati richiamati circa il 50% degli impegni, e sul fondo Idea-Capital Taste of Italy.
- b. Antirion Core: il Fondo, di cui Enpam è quotista unico, nel corso del 2015 ha conseguito un risultato di +2,45%, in linea con l'anno precedente (+2,4%). Come noto, il fondo dispone di 10 immobili, 6 localizzati a Milano e 4 a Roma, di qualità. L'attività di gestione del fondo è focalizzata da un lato all'ottimizzazione delle locazioni, dall'altro alla riqualificazione di alcuni cespiti: nel corso dell'esercizio è stata avviata la cantierizzazione delle opere per gli immobili di via Montegrappa e Via Meravigli a Milano, e Piazza Marconi a Roma, nonché si sono portate avanti altre attività di manutenzione straordinaria su altri cespiti; tutti gli interventi rientrano in un piano di *Capital Expenditure* stimato in circa € 114 milioni con un crono-programma che vede il termine definitivo degli interventi entro il primo semestre 2017, con l'immobile di Via Meravigli che sarà consegnato entro il mese di giugno p.v.. Per le necessità di finanziamento delle iniziative in corso, il fondo non ha provveduto ad alcuna distribuzione di dividendi e prevede,

nei primi mesi del 2016, di ricorrere marginalmente al debito bancario per coprire parte del fabbisogno.

Sempre nel corso del 2015, a giugno, la Fondazione ha conferito al fondo la totalità delle quote del fondo Q3\_— anch'esso *Core* — ricevendo nuove quote per un controvalore di € 116,218 milioni. Il fondo Q3, di cui la Fondazione era quotista unico, ha in gestione due immobili, Perseo ed Auros, entrambi caratterizzati da elevato standard qualitativo ed energetico (grado A e classe A), locati rispettivamente al gruppo *Il Sole 24 Ore* ed all'azienda farmaceutica Bracco. L'intervento di apporto è stato effettuato, nell'ambito di un processo generale di efficientamento ed ottimizzazione della gestione immobiliare, anche in base alle notizie ricevute relative ad una volontà di disimpegno degli azionisti della Quorum SGR dalle attività, per prevenire qualsivoglia volatilità di gestione. Nel dicembre 2015, l'assemblea dei partecipanti del fondo Q3, ha nominato Antirion SGR quale nuova società di gestione del fondo Q3.

- c. Caesar: nel corso del 2015 la partecipazione di Enpam, quotista al 21,5%, ha registrato una performance di +12,11%, con una distribuzione di dividendi di € 830.000 ed un rimborso di capitale di € 1,85 milioni; un ulteriore rimborso di capitale per circa ulteriori € 830.000 sarà versato ad Aprile 2016. Il fondo ha terminato il periodo di investimento e gestisce un portafoglio di 11 immobili a reddito in Europa, localizzati tra Germania (45,45%), Inghilterra (18,18%), Finlandia (18,18%) Belgio e Lussemburgo (ciascuno il 9,09%). I cespiti acquistati sono tutti ad uso uffici-direzionale a reddito, ed il fabbisogno d'acquisto è stato finanziato anche con il ricorso a leva finanziaria, in media al 50%. Nel corso dell'esercizio si sono materializzate numerose proposte all'acquisto per alcuni degli immobili del fondo, soprattutto in Germania, che potrebbero materializzarsi già nel 2016.

2. **Fondi Commerciali - retail**, rappresentativi di portafogli immobiliari i cui cespiti sono rappresentati da strutture destinate al commercio al dettaglio, quali centri e gallerie commerciali o edifici suddivisi in unità con destinazione d'uso mista, non solo dedicate al commercio al dettaglio ma anche al ristoro ed all'intrattenimento. Queste tipologie di cespiti sono spesso caratterizzate da un turnover elevato dei conduttori, la cui attività commerciale risulta estremamente diversificata e per lo più ancorata a processi di consumo *retail*: pur essendo legati quindi all'andamento dell'economia e della domanda di beni di consumo, sono strutturati e localizzati in modo da garantire normalmente flussi di cassa stabili. Come impostazione e durata sono molto simili ai fondi *core*, con durate intorno ai 20 anni o superiore.

Nel luglio 2014 Enpam ha diversificato in questa tipologia di fondi (3,6% del totale comparto indiretto) sottoscrivendo l'80% del Fondo Antirion Retail - comparto gallerie commerciali, in una partnership operativa con Auchan — leader internazionale nel settore retail — che ha acquistato il rimanente 20%. Il fondo ha acquisito 3 gallerie commerciali rappresentate da 210 unità immobiliari, ciascuna sviluppata intorno ad altrettanti ipermercati Auchan - due in Veneto, di cui il principale a Mestre (VE) e il

secondo a Bussolengo (VR), oggetto di un consistente programma di ampliamento, ed uno a Mesagne (BR).

Al 31 dicembre 2015 la partecipazione della Fondazione nel fondo registrava un valore pari a € 119.541.316.548, con una crescita di valore pari a +10,46%, ed una distribuzione di dividendi pari a € 7,2 milioni.

L'attività di gestione si è focalizzata sul rinnovo degli spazi interni del centro di Bussolengo, in relazione all'ampliamento della Galleria la cui ultimazione è prevista per la fine dell'anno in corso, sull'ammodernamento della galleria di Mestre – per cui è previsto il raddoppio degli spazi di ristorazione – e sul miglioramento delle aree di minor passaggio del centro di Mesagne; detti interventi rientrano tutti nella strategia che il fondo porta avanti per saturare la capacità locativa, tramite adeguata programmazione di marketing, miglioramento degli spazi e realizzazione di interventi mirati a massimizzare il flusso di visitatori della galleria, sfruttando anche le leve dell'intrattenimento – dato che i centri commerciali rappresentano ormai una vera e propria meta di intrattenimento per gli utenti. L'attività svolta ha consentito di arrivare al 100% di occupazione delle strutture di Mesagne, pianificare gli interventi 2016 su Mestre con l'obiettivo di aumentare l'occupazione, attualmente al 94%, e su Bussolengo consolidare la strategia di riposizionamento degli affittuari esistenti con la realizzazione di un mix merceologico più equilibrato, anche in prospettiva dell'ampliamento previsto a fine anno che consentirà a regime di contare su una struttura molto più ricettiva.

3. **Fondi Sviluppo**, rappresentativi di portafogli immobiliari per i quali l'investimento è di avviamento alla costruzione di immobili tipicamente ad uso residenziale, uffici o alberghi, e dove al quotista viene rappresentata un'opportunità di rendimento legata alla differenza positiva tra valore del bene finale realizzato e costo di realizzazione del medesimo, che si materializza in caso di vendita dei cespiti al termine dello sviluppo, o mantenendo la proprietà del bene terminato, da mettere a reddito, ad un valore presumibilmente superiore rispetto alla spesa sostenuta per realizzarlo. Queste tipologie di fondo rappresentano un investimento di tipo opportunistico perché consentono di conseguire immobili con un valore di mercato superiore rispetto al costo sostenuto per costruirli; a fronte di detta opportunità, tuttavia, l'investimento è caratterizzato da un margine di rischio superiore a quello effettuato in immobili già a reddito, in relazione ai tempi di realizzazione ed agli imprevisti legati sia alle tempistiche che ai cicli di mercato. I Fondi a Sviluppo hanno normalmente una durata tra i 5 ed i 10 anni.

Al 31 Dicembre 2015 il valore di questo comparto era pari a € 31.484.246,2 (-22,9% rispetto al 2014), pari all'1.00% del totale comparto fondi, suddiviso tra i seguenti:

a. HB	gestito da InvestiRE SGR	€ 11.035.173,383
b. Asian Property II	gestito da Savills IM <sup>2</sup>	€ 16.426.353,853 <sup>3</sup>
c. PAI - <i>comparti A &amp; B</i>	gestito da Prelios SGR	€ 4.022.719,01 <sup>4</sup>

<sup>2</sup> Savills IM ha acquisito SEB nel corso del 2015.

<sup>3</sup> Su un impegno di sottoscrizione iniziale di € 15 Milioni, richiamato al 99,96%.