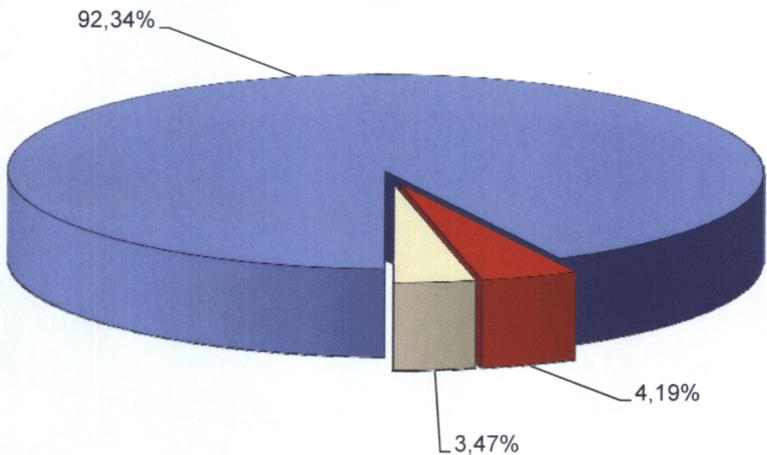
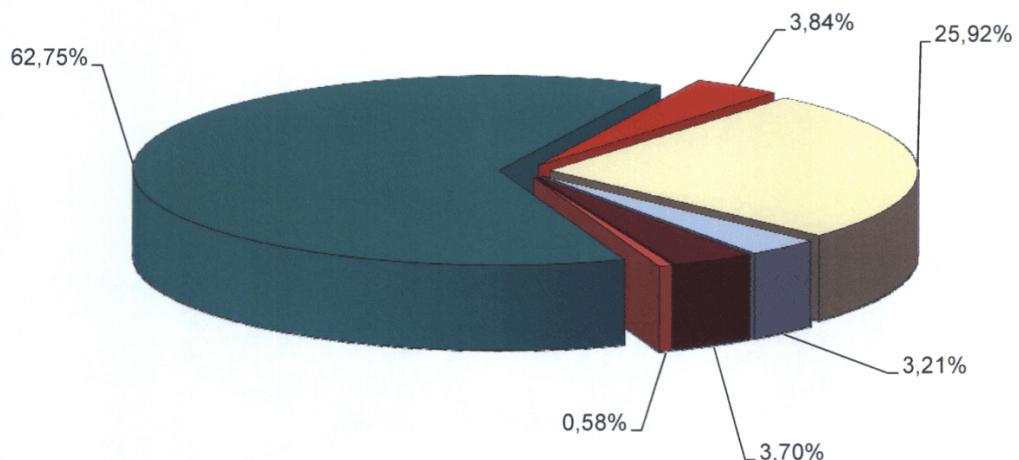
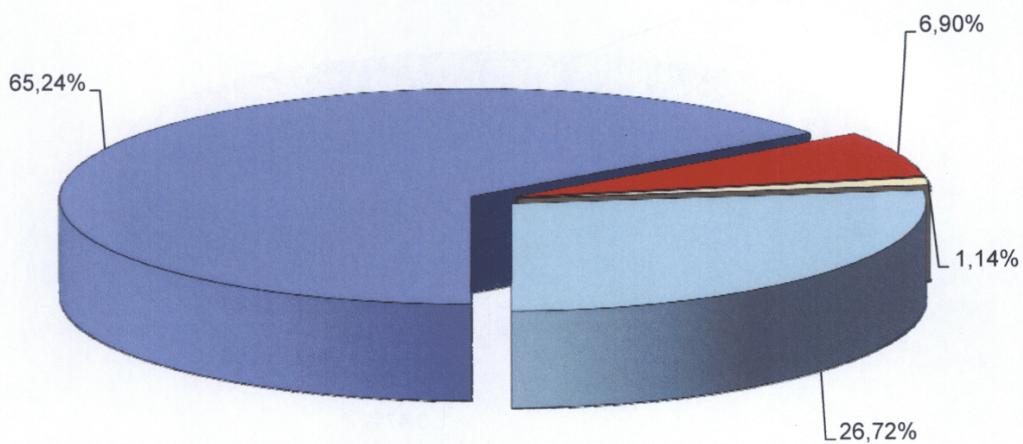


FONDO SPECIALISTI AMBULATORIALI**ENTRATE**

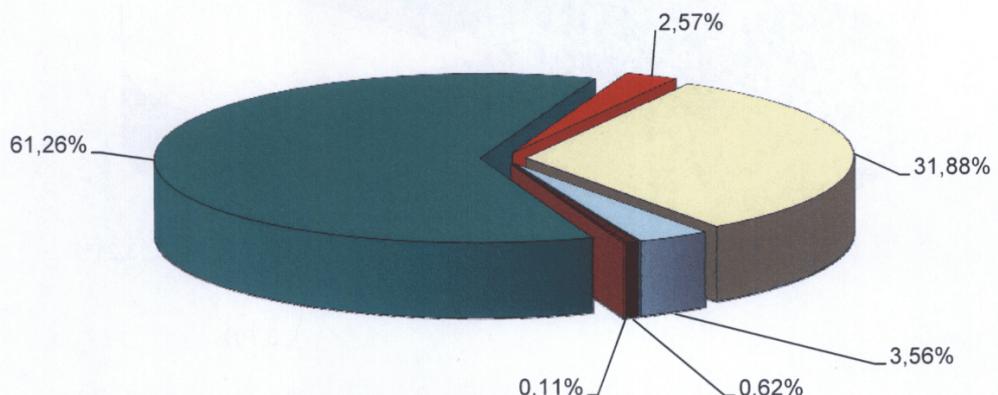
■ Contributi ordinari ■ Contributi di riscatto ■ Contributi per ricongiunzione attiva

USCITE

■ Pensioni ordinarie ■ Pensione per invalidità ■ Pensioni a superstiti
□ Indennità in capitale ■ Ricongiunzioni passive ■ Invalidità temporanea

FONDO SPECIALISTI ESTERNI**ENTRATE**

■ Contributi ordinari ■ Contributi di riscatto
□ Contributi per ricongiunzione attiva □ Contributi da società accreditate con il SSN

USCITE

■ Pensioni ordinarie ■ Pensione per invalidità □ Pensioni a superstiti
□ Indennità in capitale ■ Ricongiunzioni passive □ Invalidità temporanea

Ripartizione tra i singoli Fondi di Previdenza dei proventi e degli oneri

Come di consueto l'Ente, per dare evidenza ai risultati dei diversi Fondi, in cui è articolata la gestione previdenziale, ha compilato, come allegati al bilancio ufficiale, conti economici separati in cui i risultati delle gestioni previdenziali (entrate contributive e spese per prestazioni previdenziali ed assistenziali) sono stati integrati con i risultati della gestione amministrativa e patrimoniale unitaria (proventi patrimoniali nonché spese di gestione ed oneri amministrativi) ripartendo questi ultimi secondo criteri stabiliti dal Comitato Direttivo del 4 giugno 1998 con deliberazione n. 63/98.

Per calcolare la partecipazione di ciascun Fondo al patrimonio sono stati presi a base gli accantonamenti a riserva.

Per quantificare l'ammontare annuo del patrimonio immobiliare è stato adottato un metodo di "stima statistica" che si basa sulla misura delle superfici in proprietà e sul prezzo medio delle stesse.

Il prodotto dell'una per l'altro fornisce il valore corrente, in ciascun anno, del patrimonio immobiliare a cui è stato aggiunto il valore degli investimenti mobiliari per ottenere il valore annuo del patrimonio totale.

La logica della ripartizione del patrimonio in funzione del contributo annuo di ciascun Fondo comporta che, in presenza di apporti percentualmente sbilanciati rispetto alle singole quote di proprietà, si attui una compensazione degli sbilanci attraverso riattribuzioni delle quote proprietarie (ad esempio il Fondo in disavanzo, finanziato, quindi, con l'avanzo di altri, salda il suo debito con una diminuzione proporzionale ad esso della sua quota di proprietà del patrimonio, e viceversa).

L'equità del criterio adottato si fonda sulla omogeneità dei parametri e mette in evidenza la natura solidale della gestione patrimoniale, fornendo altresì utili stimoli alla riflessione sulle politiche di migliore allocazione dei capitali.

Per il 2013 sono state calcolate le nuove quote di partecipazione di ciascun Fondo ai proventi comuni, tenendo conto degli avanzi e/o disavanzi di ciascun Fondo e rielaborando i numeri indici dei prezzi degli immobili.

Le quote percentuali di partecipazione al patrimonio comune ad inizio d'anno, e cioè 31 dicembre 2012 sono risultate le seguenti:

Fondo di previdenza generale quota "A"	16,267	(nell'anno precedente 16,286)
Fondo di previdenza della libera professione quota "B" del Fondo generale	25,927	(" " " 25,610)
Fondo di previdenza medici med.generale	42,906	(" " " 42,778)
Fondo di previdenza special.ambulatoriali	14,016	(" " " 14,163)
Fondo di previdenza specialisti esterni	0,884	(" " " 1,163)

Le somme da ripartire sono esposte nel seguente prospetto:

proventi patrimoniali	€	829.732.940
oneri della gestione patrimoniale	€	200.036.414
(comprensivi del 25% delle spese per il personale e del 10% delle spese per il Centro elaborazione dati)		
oneri finanziari	€	277.065.919
oneri fiscali	€	78.648.205
spese per gli Organi amministrativi e di controllo	€	3.408.160

I proventi costituiti dagli interessi per la dilazione pagamenti concessi agli iscritti e dalle sanzioni irrogate vengono direttamente imputate ad ogni Fondo secondo la quota di appartenenza.

I suddetti proventi per € 35.281.906 sono così suddivisi:

· Al Fondo di previdenza generale quota “A”	€ 6.046.396
· Al Fondo della libera professione quota “B” del F/Generale	€ 6.844.120
· Al Fondo di previdenza medici di medicina generale	€ 16.084.233
· Al Fondo di previdenza specialisti ambulatoriali	€ 5.525.365
· Al Fondo di previdenza specialisti esterni	€ 781.792

Il Comitato Direttivo, con la medesima deliberazione n. 63 del 4.6.1998, ha anche stabilito che le spese generali di amministrazione (pari a € 44.336.462 nell'esercizio 2013), sono ripartite tra i Fondi in proporzione alla somma del numero dei contribuenti e del numero delle prestazioni erogate, riducendo alla metà il numero dei contribuenti al Fondo di previdenza generale quota “A” in ragione dei compiti di utilità comune a tutti i Fondi svolti dal Fondo medesimo. Le spese specificatamente sostenute per ciascun Fondo vengono invece direttamente ad essi attribuite (spese di funzionamento dei Comitati Consultivi, compensi agli esattori, spese postali, spese per la redazione dei Bilanci tecnici). Per una puntuale ripartizione di detti oneri sono state imputate direttamente anche le quote relative alla svalutazione dei crediti attribuite a ciascun fondo di appartenenza. Tali importi di diretta imputazione ammontano nell'esercizio 2013 a complessive € 10.081.265, di cui € 1.663.006 per compensi agli esattori, € 11.944 per rilevazioni tecnico-attuariali e spese MAV ed € 13.029 per oneri conseguenti alla rideterminazione dei crediti da ricongiunzione, € 5.003.578 per l'accantonamento al fondo svalutazione crediti imputate al Fondo di previdenza generale quota “A”.

Le residue € 3.389.708 sono imputate come segue:

· Al Fondo della libera professione quota “B” del F/Generale	€ 2.388.734
· Al Fondo di previdenza medici di medicina generale	€ 356.649
· Al Fondo di previdenza specialisti ambulatoriali	€ 247.344
· Al Fondo di previdenza specialisti esterni	€ 396.981

In tali importi sono comprese le spese di funzionamento dei Comitati consultivi (€ 510.038 complessivi), le spese per la fornitura, stampa e spedizione del modulo per la comunicazione dei redditi di natura professionale degli iscritti al Fondo della libera professione “Quota B” del Fondo Generale (€ 129.403), i costi addebitati dalla Banca Popolare di Sondrio per l’invio dei MAV relativi alla riscossione dei contributi del Fondo medesimo (€ 401.670), quelle relative alla redazione di schede tecnico-attuariali (€ 32.618), quelle relative alla rideterminazione dei crediti da ricongiunzione (€ 180.110) e le quote accantonate al fondo svalutazione relative alla copertura del rischio di inesigibilità dei crediti (€ 2.135.869)

Dopo aver ripartito tra i singoli Fondi di previdenza esistenti ad inizio d’anno (al 31.12.2012) – secondo le percentuali di partecipazione al patrimonio comune aggiornato a quella data con i criteri indicati dal Prof. Tamburini - i proventi e le plusvalenze, le spese per la gestione patrimoniale, per gli oneri finanziari e fiscali e quelle generali di amministrazione dell’esercizio, viene determinato l’avanzo o disavanzo economico 2013 di ciascun Fondo

	Avanzo economico 2013
Fondo di Previdenza Generale Quota "A"	190.897.159
Fondo Prev. Libera profess. Quota "B"	391.016.667
Fondo di Previdenza Medici Med. Generale	465.681.420
Fondo di Previdenza Specialisti ambulatoriali	123.683.829
Fondo di Previdenza Specialisti esterni	-18.033.169
TOTALE	1.153.245.906

Il saldo negativo del Fondo Specialisti esterni deve essere ripartito fra gli altri Fondi sulla base dei criteri stabiliti dal Consiglio di Amministrazione dell’Ente con delibera n° 47/2012.

Conformemente ai principi di solidarietà sanciti con la riforma dei regolamenti dei Fondi approvata dai competenti Organi Statutari nel mese di marzo 2012 e visti gli articoli 1 e 6 dello Statuto della Fondazione, il criterio da adottare per la ripartizione del suddetto onere residuo è stato individuato nell’imputazione di una quota dello stesso alle altre gestioni in rapporto alla percentuale di partecipazione di ciascuna alla riserva patrimoniale comune. Resta inteso, che eventuali futuri saldi positivi del Fondo Specialisti Esterni verranno ridistribuiti fino a concorrenza di quanto anticipato, con un criterio proporzionale alla quota percentuale di anticipazione di ciascun Fondo.

L'applicazione di tale criterio determina i seguenti risultati in termini di effettiva incidenza della variazione della partecipazione alle riserve da parte dei singoli Fondi per l'anno 2013.

	Avanzo economico 2013	Partecipazione all'onere del Fondo Specialisti esterni	Effettiva variazione delle riserve al 31.12.2013
Fondo di Previdenza Generale Quota "A"	190.897.159	-3.235.923	187.661.236
Fondo Prev. Libera profess. Quota "B"	391.016.667	-5.216.412	385.800.255
Fondo di Previdenza Medici Med. Generale	465.681.420	-7.132.804	458.548.616
Fondo di Previdenza Specialisti ambulatoriali	123.683.829	-2.448.030	121.235.799
Fondo di Previdenza Specialisti esterni	-18.033.169	18.033.169	0
TOTALE	1.153.245.906	0	1.153.245.906

Alla luce di quanto sopra esposto le riserve di ciascun Fondo al 31/12/2013 sono così costituiti:

	Riserve 31.12.2012	Effettiva variazione delle riserve al 31.12.2013	Tot. Generale Fondi
Fondo di Previdenza Generale Quota "A"	2.479.591.356	187.661.236	2.667.252.592
Fondo Prev. Libera profess. Quota "B"	3.997.180.269	385.800.255	4.382.980.524
Fondo di Previdenza Medici Med. Generale	5.465.654.380	458.548.616	5.924.202.996
Fondo di Previdenza Specialisti ambulatoriali	1.875.852.239	121.235.799	1.997.088.038
Fondo di Previdenza Specialisti esterni	0	0	0
TOTALE	13.818.278.244	1.153.245.906	14.971.524.150

Gestione del patrimonio e degli investimenti

Nella relazione al bilancio si trova una sintesi degli andamenti delle economie e dei mercati finanziari e la politica di investimento perseguita dalla Fondazione. L'allegato al bilancio intende fornire un dettaglio dell'andamento dei diversi compatti per una maggiore comprensione dei risultati effettivi con un'ottica prettamente finanziaria.

Infatti è importante ricordare che il bilancio ENPAM segue le norme del codice civile e dell'OIC e quindi le rilevazioni dei fenomeni finanziari degli investimenti risentono inevitabilmente dei principi contabili che differiscono, in maniera sensibile, dalla rilevazione a mercato delle attività finanziarie.

L'effetto di tali metodologie comporta, dal punto di vista finanziario, una impossibilità di ottenere un dato in termini di rendimento assoluto e relativo agli indici di mercato che sono alla base della strategia di investimento e del controllo di portafoglio dell'investitore istituzionale. In particolare i queste differenze si riscontrano:

- nelle Attività Immobilizzate il valore contabile potrebbe essere significativamente diverso dai valori di mercato in quanto le stesse sono rilevate al costo storico. Anche quando sono apportati dei fondi di correzione come il fondo oscillazione titoli o il fondo svalutazione, il dato può essere significativamente diverso da quello di mercato. Ciò comporta la presenza di minus/plusvalenze latenti rispetto alla valutazione a mercato che non è possibile rilevare in bilancio;
- nelle Attività del Circolante, per il principio di prudenza, il valore contabile è rilevato al minore tra costo e valore di mercato, a meno di riprese di valore sino al costo storico. Ciò comporta normalmente la presenza di plusvalenze latenti non iscrivibili rispetto al valore di mercato.
- Nelle Attività Immobiliari dirette, i cespiti vengono riportati a costo storico, salve svalutazioni effettuate secondo il principio di prudenza. Ciò comporta la presenza di minus/plusvalenze latenti rispetto alla valutazione a mercato che non è possibile rilevare a bilancio. Nelle presenti note si riporta una stima del valore degli immobili del portafoglio diretto, effettuata annualmente utilizzando dati NOMISMA.

Nel contesto descritto si inseriscono quindi i risultati finanziari del portafoglio di investimento finanziario (1) e del portafoglio immobiliare (2).

E' doveroso ribadire che mentre per le attività di investimento finanziario e di portafoglio immobiliare indiretto (investimenti in fondi) è possibile riportare dati ufficiali di mercato, per gli investimenti immobiliari diretti ci basiamo, come accennato poc'anzi, a stime del valore di mercato, soggette a cambiamenti.

La tabella che segue riporta un aggregato dell'intero portafoglio stimato come fin qui descritto, cui seguirà un commento di dettaglio per blocchi. La colonna del Contributo Comparativo indica una misura relativa di contribuzione di ogni singola classe di attivo, ponderata sul peso in % del Patrimonio nel suo complesso.

Si stima che l'aumento complessivo del valore del patrimonio di circa Euro 968 milioni sia dovuto per Euro 522,5 Milioni al risultato economico della gestione, e per la parte rimanente al cash flow derivante dalla gestione previdenziale, al netto della svalutazione implicita degli immobili a valori NOMISMA e della gestione operativa della Fondazione.

Portafoglio (Mil. di Euro)	2013							
	Valore di Mercato 31/12/2012	Valore di Mercato 31/12/2013	Peso %	Risultato Economico	Performance	Contributo Gestione	Contributo Comparativo (5)	Rendimento Mercato Benchmark
Totale	14.814	15.782,7	100,0%	522,5	3,4%	100,00%	1,00	3,3%
Tesoreria	1.480,50	566,4	3,6%	21,9	1,9%	4,19%	1,17	0,6%
Patrimonio	13.334	15.216,2	96,4%	500,6	3,6%	95,81%	0,99	3,3%
Portafoglio Immobiliare	6.255	6.010,8	38,1%	85,5	1,4%	16,37%	0,43	2,5%
Portafoglio Finanziario (1)	7.079	9.205,4	58,3%	415,0	5,2%	79,43%	1,36	3,7%
Portafoglio Immobiliare Gestione Diretta (2)	3.957	3.410,1	21,6%	100,6	3,0%	19,25%	0,89	2,5%
Direzionale	1.732	1.185,5	7,5%	49,2	3,4%	9,42%	1,25	
Residenziale	1.382	1.382,2	8,8%	47,9	3,5%	9,17%	1,05	
Hotel	659	658,8	4,2%	3,0	0,5%	0,57%	0,14	
Commerciale	184	183,6	1,2%	0,5	0,3%	0,10%	0,08	
Portafoglio Immobiliare Gestione Indiretta (6)	2.297	2.600,7	16,5%	-15,1	-0,6%	-2,88%	-0,17	2,5%
Campus Biomedico	8,67	8,7	0,1%	0,0	0,4%	0,01%	0,11	
Enpam Real Estate srl - ERE	-	-	0,0%	6,9		1,32%		
Antirion Core	210,30	522,7	3,3%	10,4	4,9%	1,99%	0,60	
SEB Asian Property II	3,41	3,5	0,0%	-0,2	-6,6%	-0,05%	-2,13	
AXA Caesar	10,45	38,7	0,2%	3,4	9,6%	0,65%	2,66	
Sorgente Donatello - Michelangelo Due	7,27	7,1	0,0%	-0,2	-2,3%	-0,03%	-0,70	
Beni Stabili HB	-	39,4	0,2%	-10,7	-21,3%	-2,04%	-8,18	
Hines Italia Core Opportunity Fund HICOF	-	12,7	0,1%	-0,2	-1,3%	-0,03%	-0,39	
Fondo Immobili Pubblici FIP	91,98	85,7	0,5%	3,2	3,6%	0,62%	1,13	
Fondo Investimenti per l'Abitare FIA	1,26	2,9	0,0%	-0,2	-5,0%	-0,03%	-1,60	
IDeA Fimfit Ippocrate	1.826,40	1.750,0	11,1%	-24,7	-1,4%	-4,73%	-0,43	
Quorum Q3	128,28	119,9	0,8%	-2,8	-2,2%	-0,53%	-0,70	
Fabrica Socrate	9,39	9,3	0,1%	-0,1	-0,8%	-0,01%	-0,25	
Portafoglio Finanziario Gestione Diretta	3.487	3.656,8	23,2%	281,3	8,4%	54%	2,32	2,8%
Attività Liquide	1.038	1.355,3	8,6%	90,8	8,7%	17,4%	2,02	4,0%
Obbligazioni Governative (Titoli di Stato Italia)	949	1.240,3	7,9%	62,1	6,5%	12%	1,51	2,3%
Azioni (Enel Green Power e BP Sondrio)	88	115,0	0,7%	28,7	32,1%	5%	7,53	22,3%
Attività Illiquide	2.449	2.301,5	14,6%	190,5	8,3%	36,5%	2,50	2,2%
Obbligazioni Corporate (Titoli strutturati)	2.449	2.301,5	14,6%	190,5	8,3%	36%	2,50	2,2%
Portafoglio Finanziario Gestione Indiretta	3.593	5.548,6	35,2%	133,7	2,9%	25,59%	0,73	3,7%
Attività Liquide	3.451	5.399,6	34,2%	129,0	2,9%	24,70%	0,72	3,5%
Gestioni Attive (3)	853	836,0	5,3%	48,7	5,7%	9,33%	1,76	5,9%
Gestioni Indicizzate (3)	1.500	3.668,9	23,2%	59,2	2,2%	11,34%	0,49	2,6%
Fondi	1.098	894,6	5,7%	21,1	2,4%	4,03%	0,71	3,8%
Attività Illiquide	141	149,1	0,9%	4,7	3,3%	0,90%	0,95	11,5%
Fondi Private Equity	61	68,4	0,4%	0,2	0,3%	0,04%	0,10	21,3%
Fondi Hedge (4)	28	27,7	0,2%	3,6	13,6%	0,71%	3,92	9,0%
Polizze	52	53,0	0,3%	0,9	1,7%	0,18%	0,52	0,7%

Note:

1. Portafoglio Finanziario: il benchmark è costituito dai pesi della AAS escluso l'immobiliare e la quota di liquidità in eccesso alla tesoreria operativa (2%) cioè il 3% essendo nella AAS il peso complessivo del 5%.
2. Portafoglio Immobiliare Gestione Diretta: il valore di mercato 2013 è quello di fine 2012 al netto dei "prelievi" cioè del conferimento di alcuni immobili a fondi immobiliari, a prezzo di mercato. Le stime sugli immobili a gestione diretta comunicate a COVIP in Ottobre 2013 vengono rettificate per ciò che riguarda gli immobili oggetto di conferimento ad antirion a fine 2013, ed aggiustate sul valore effettivo di conferimento, valutato da perizie di mercato ed inferiore al valore suddetto di stima comunicato per circa 70MM. Il rendimento rileva solamente la redditività da affitti, considerando solo a livello di stima la componente data dalla variazione dei prezzi di mercato degli immobili. Per ciò che riguarda gli affitti relativi al comparto Hotel, sono stati considerati solo gli Euro 3 Milioni relativi alla commissione di usufrutto ricevuta da ERE.
3. Il risultato di gestione è ricavato dai rapporti dei gestori. Le performance dei singoli gestori sono calcolate dalla banca depositaria. Il dato delle Gestioni indicizzate è comprensivo dell'holiday period (quindi dal 1/1/2013). Escludendo l'holiday period è dell'1,8%.
4. Fondi Hedge: si tratta dei fondi in detenzione diretta. Altri fondi Hedge sono all'interno delle note strutturate
5. Misura la contribuzione reddituale per unità di peso
6. Performance a Vita Interata Fondi Immobiliari = 7,72%. Il contributo calcolato da ERE è relativo alla somma dell'utile netto ERE più gli interessi attivi su finanziamento in essere.

PORATAFOGLIO FINANZIARIO (1).

Il portafoglio Finanziario nella tabella riporta il valore di mercato ad inizio anno, il valore di mercato a fine anno, il rendimento di mercato stimato nel 2013, la stima del risultato di gestione a mercato ed il relativo rendimento sul capitale medio investito, il rendimento del benchmark di riferimento.

Il portafoglio è stato suddiviso principalmente tra:

- **Gestione Diretta**, dove è la Fondazione che si occupa di negoziare direttamente gli strumenti finanziari senza l'interposizione di un gestore professionale;
- **Gestione Indiretta**, dove prevale il concetto di delega di gestione che si realizza o attraverso un mandato segregato a gestire con proprio contratto di gestione o nell'acquisto OICVM gestiti sulla base di un regolamento approvato dalla autorità di controllo finanziaria.

Inoltre è stata inserita una ulteriore classificazione tra attività liquide e attività illiquide, intendendo con questo distinguere la pronta liquidabilità sul mercato del portafoglio di investimento. Su oltre 9 miliardi di investimenti finanziari la componente illiquida è riferibile principalmente ai 2,3 miliardi relativi ai titoli strutturati.

Portafoglio (Mil. di Euro)	2013							
	Valore di Mercato 31/12/2012	Valore di Mercato 31/12/2013	Peso %	Risultato Economico	Performance	Contributo Gestione	Contributo Comparativo (5)	Rendimento Mercato Benchmark
Portafoglio Finanziario (1)	7.079	9.205,4	58,3%	415,0	5,2%	79,43%	1,36	3,7%
Portafoglio Finanziario Gestione Diretta	3.487	3.656,8	23,2%	281,3	8,4%	54%	2,32	2,8%
Attività Liquide	1.038	1.355,3	8,6%	90,8	8,7%	17,4%	2,02	4,0%
Obbligazioni Governative (Titoli di Stato Italia)	949	1.240,3	7,9%	62,1	6,5%	12%	1,51	2,3%
Azioni (Enel Green Power e BP Sondrio)	88	115,0	0,7%	28,7	32,1%	5%	7,53	22,3%
Attività Illiquide	2.449	2.301,5	14,6%	190,5	8,3%	36,5%	2,50	2,2%
Obbligazioni Corporate (Titoli strutturati)	2.449	2.301,5	14,6%	190,5	8,3%	36%	2,50	2,2%
Portafoglio Finanziario Gestione Indiretta	3.593	5.548,6	35,2%	133,7	2,9%	25,59%	0,73	3,7%
Attività Liquide	3.451	5.399,6	34,2%	129,0	2,9%	24,70%	0,72	3,5%
Gestioni Attive (3)	853	836,0	5,3%	48,7	5,7%	9,33%	1,76	5,9%
Gestioni Indicizzate (3)	1.500	3.668,9	23,2%	59,2	2,2%	11,34%	0,49	2,6%
Fondi	1.098	894,6	5,7%	21,1	2,4%	4,03%	0,71	3,8%
Attività Illiquide	141	149,1	0,9%	4,7	3,3%	0,90%	0,95	11,5%
Fondi Private Equity	61	68,4	0,4%	0,2	0,3%	0,04%	0,10	21,3%
Fondi Hedge (4)	28	27,7	0,2%	3,6	13,6%	0,71%	3,92	9,0%
Polizze	52	53,0	0,3%	0,9	1,7%	0,18%	0,52	0,7%

Nelle prime due colonne sono riportati i valori di mercato delle attività finanziarie gestite (escluso quindi l'immobiliare). È importante notare che la variazione del totale nell'anno dipende essenzialmente da due fattori: la nuova liquidità che entra nel portafoglio grazie al saldo previdenziale positivo, la cassa generata dagli investimenti e la loro variazione di valore a mercato.

In generale la differenza tra i due valori di inizio e fine anno non coincide necessariamente con il risultato di gestione a mercato (ultima colonna) perché scadono titoli o polizze, sono ridotte o aumentate le risorse in gestione, sono apportati o restituiti capitali ai fondi di Private Equity.

La colonna del Risultato di Gestione a mercato vuole indicare la somma dei proventi di cassa complessivi generati dal portafoglio più la variazione di mercato del valore dello stesso al netto dei nuovi investimenti o dei disinvestimenti nel singolo comparto.

Il Rendimento di mercato considera quindi il rapporto tra il risultato di gestione sul valore del portafoglio ad inizio anno o sul capitale medio impiegato. Per quanto riguarda gli investimenti monetari si è stimata una giacenza media annua come base di riferimento.

Il benchmark di mercato fa riferimento al rendimento dell'equivalente benchmark della Asset Allocation Strategica (AAS). Per il portafoglio strutturati è stata stimata l'esposizione percentuale di ciascun titolo ai singoli benchmark della AAS così da ottenere un dato complessivo di esposizione del portafoglio stesso e quindi una performance comparativa.

Portafoglio in Gestione Diretta: euro 3,7 miliardi

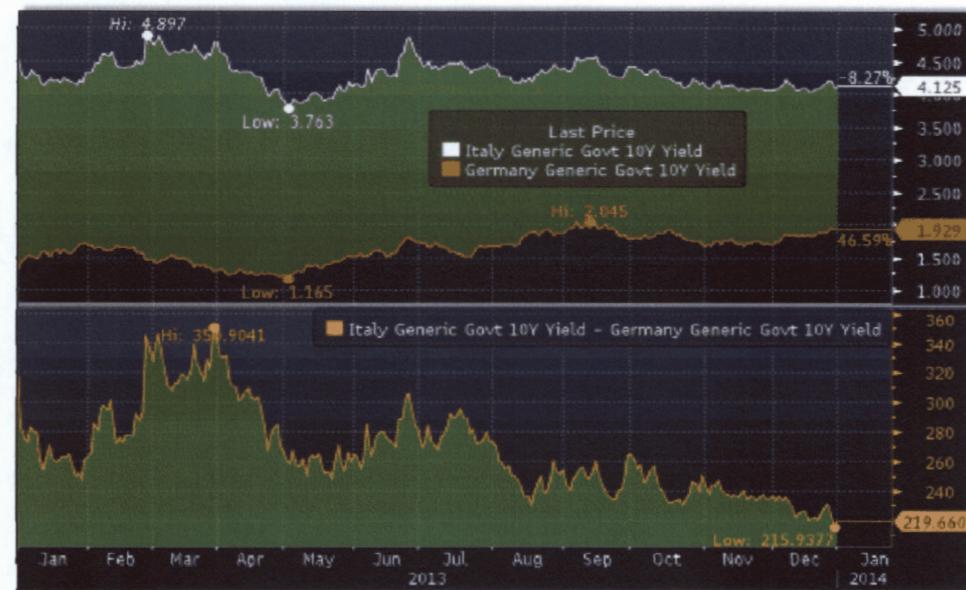
Attività Liquide: euro 1,4 miliardi

Obbligazioni Governative e Azioni: euro 1,2 miliardi

Il Portafoglio Obbligazionario di titoli governativi (controvalore di mercato a fine anno di circa 1,2 miliardi di euro) registra un risultato decisamente positivo (pari a circa il 6,52%), superiore al benchmark della asset allocation (JPM EMU GBI) anche se complessivamente inferiore di circa 0,9% b.p. rispetto alla performance nel 2013 del mercato dei governativi italiani nel suo complesso (JPM Italy).

Descrizione titolo	Controvalore al 31/12/2013	Rendimento 2013	Benchmark 2013
BOTS 12/12/14	307.330.900	-0,1%	0,6%
BTP 4,25% 8/01/2014	18.091.191	0,7%	2,4%
BTP 3% 1/11/2015	518.125.000	3,9%	2,4%
BTP I/L 2,35% 15/09/19	25.679.618	4,0%	2,4%
BTP I/L 2,6% 15/09/23	22.704.990	4,0%	2,4%
BTP Strip 1/05/2028	11.848.174	13,3%	2,4%
BTP Strip 1/05/2029	11.259.911	13,5%	2,4%
BTP Strip 1/11/2027	11.971.471	14,2%	2,4%
BTP Strip 1/11/2028	11.550.971	13,5%	2,4%
BTP Strip 1/11/2029	301.744.348	12,2%	2,4%
TOTALE Titoli di Stato	1.240.306.573	6,5%	2,3%

Come avvenuto nello scorso esercizio, anche quest'anno il risultato conseguito in questa parte del portafoglio è da attribuirsi ad un progressivo miglioramento della percezione del rischio del paese Italia. Nel corso del 2013, infatti, il differenziale tra il decennale italiano e quello tedesco ha subito una riduzione quasi di circa 100 b.p. (nel grafico si riporta l'andamento del differenziale).



Tassi sul decennale BTP e Bund. Riduzione dello spread con la Germania

Azioni: euro 115 milioni

Il Portafoglio Azionario diretto si compone di due titoli (Banca Popolare di Sondrio ed Enel Green Power) per un controvalore di mercato a fine dicembre di circa 115 milioni di euro. Nel 2013 la performance complessiva realizzata è stata di oltre 10 punti percentuali superiore rispetto all'andamento dell'indice azionario europeo della AAS (MSCI Europe TR) e oltre 16 punti percentuali del mercato azionario italiano (MSCI Italy TR) nello stesso periodo di riferimento.

Descrizione titolo	Controvalore al 31/12/2013	Rendimento 2013	Benchmark 2013
Banca Popolare di Sondrio	562.867	-3,6%	22,3%
Enel Green Power	114.437.500	32,7%	22,3%
TOTALE Azioni	115.000.367	32,4%	22,3%

L'importante rimbalzo messo a segno da Enel Green Power (+32,67%), guidato dai brillanti risultati di redditività e di capacità produttiva archiviati nel 2013, ha permesso di ottenere un risultato decisamente positivo nonostante il ritracciamento del 3,63% della Banca Popolare di Sondrio.

Attività Illiquidate: euro 2,3 miliardi

Obbligazioni Corporate: euro 2,3 miliardi

Il Portafoglio Obbligazioni Corporate è composto da titoli strutturati con emittenti bancari prevalentemente europei e statunitensi o loro veicoli di EMTN. L'elenco dei titoli è riportato nella nota integrativa del bilancio.

I titoli sono stati comprati nel corso degli anni che vanno dal 2001 al 2009 e hanno diverse strutture come sottostante: ci sono CDO e credit linked, CMS e inflation linked, indici di commodity, indici azionari, CPPI, hedge funds.

Alla fine dell'anno il portafoglio in essere è valutato, sulla base delle quotazioni fornite dalle banche, 2.302 milioni di Euro (valore che comprende la liquidità di pertinenza dei CDO di cui si fornisce dettaglio successivamente).

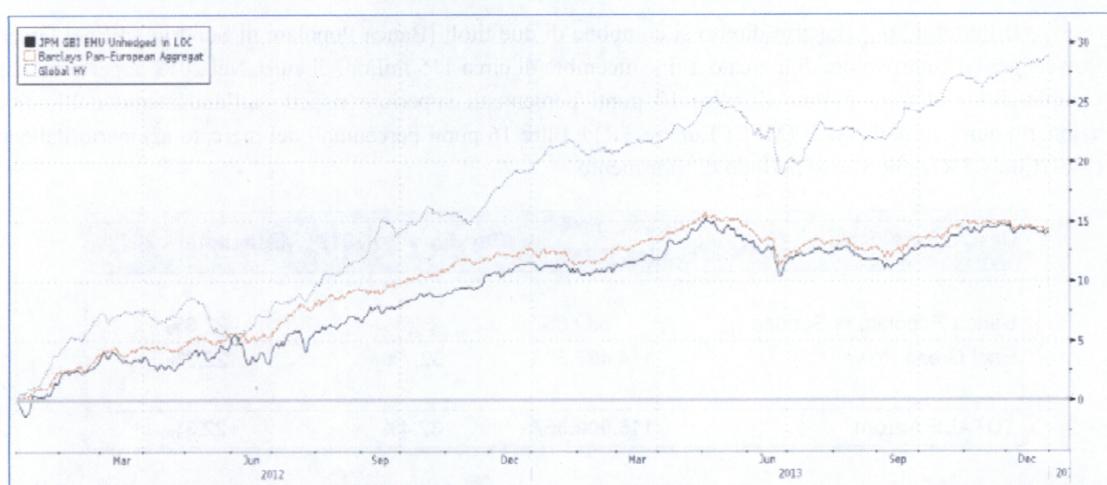
Il portafoglio strutturati ha una scadenza media di 5,8 anni, una duration modificata di 5,2 anni e un tasso cedolare di circa l'1%.

Complessivamente entro i prossimi 4 anni scadono 1,4 miliardi e il portafoglio residuo peserà per non più del 5% del patrimonio dell'Ente, sulla base delle proiezioni di crescita del bilancio tecnico basato sulla recente riforma.

Negli ultimi due anni il portafoglio ha beneficiato di un notevole aumento di valore grazie alle condizioni di mercato che hanno premiato maggiormente sia gli asset rischiosi sia la tipologia obbligazionaria beneficiata dalla compressione dei rendimenti e degli spread.

L'anno 2013 ha visto quindi ancora interesse verso questi titoli che di conseguenza hanno registrato un rendimento a mercato dell'8,3%, dopo il 21% del 2012.

I buoni risultati evidenziati si possono anche riscontrare nell'andamento degli indici di mercato degli ultimi due anni nelle tre principali esposizioni del portafoglio: titoli governativi Euro, titoli corporate euro e titoli high yield. Il grafico riporta l'andamento degli indici: negli ultimi due anni l'indice dei titoli high yield ha registrato una performance del 30%, mentre gli altri due del 15% circa.



Benchmark del portafoglio titoli strutturati. Crescita di valore nel 2012-2013

Considerando l'esposizione ai benchmark della AAS calcolata dal risk advisor, la performance di riferimento di mercato nel 2013 è stata del +2,2%. Anche considerando l'indice proxy per questi emittenti (Banche Europee Investment Grade) si rileva un dato nel 2013 in linea (+2,4%).

Il portafoglio nella sua interezza (sia i titoli rimasti che quelli rimborsati) nel 2013 rileva quindi un andamento superiore a quello dei benchmark della AAS a cui è esposto, evidenziando quindi la maggior rischiosità rispetto al mercato che, ovviamente, è stata remunerata. Per performance si intende la somma della variazione di valore nell'anno più le cedole incassate dal portafoglio rapportata al capitale medio investito.

Il portafoglio ad inizio anno contava 78 obbligazioni strutturate per un totale di valore di mercato di 2,4 miliardi. Nel corso dell'anno sono stati rimborsati 15 titoli per complessivi 307,5 milioni di Euro di nominale

che complessivamente evidenziano un rendimento del 2,4% p.a. dall'origine delle operazioni di investimento.

In particolare si evidenzia nella seguente tabella una analisi finanziaria complessiva del portafoglio strutturati in base ai titoli scaduti negli ultimi tre anni:

Titoli Strutturati	Anno	N. Titoli	Costo Complessivo (X) + (Y) = (1)	Valore di Rimborso (2)	Valore di mercato al 31/12/2013 (2)	Cedole incassate (3)	Flussi Finanziari Netti (2) + (3) - (1)	Rend. Assoluto	Rend. P.A. (dal 2001)
SCADUTI E/O VENDUTI NEL	2011	11	222.248.900	204.083.559		43.439.098	25.273.757	11,4%	1,6%
	2012	10	181.876.888	194.589.838		47.239.954	59.952.904	33,0%	4,2%
	2013	15	312.915.000	311.677.338		59.503.542	58.265.880	18,6%	2,4%
Titoli in portafoglio al 31/12/2013		63	2.371.502.236		2.301.539.596	219.708.025	149.745.386	6,3%	0,9%
COMPLESSIVO		99	3.088.543.024	710.350.735	2.301.539.596	369.890.620	293.237.927	9,5%	1,3%

Il Costo Complessivo (1) è dato dal costo di bilancio (X) più la liquidità conferita nelle ristrutturazioni CDO (Y)

In questa tavola si tiene conto di tutti i valori investiti nel portafoglio, compresa la liquidità dei CDO ristrutturati. Si ricorda che parte della liquidità conferita è già passata come costo di ristrutturazione nei bilanci precedenti.

Nel 2013 in termini di maggiori contributori rileva i seguenti titoli :

i primi 10 titoli in termini di performance stimata di mercato:

N.	Isin	Descrizione Investimento	Valore Nomina le	2013	Rendimento da inizio (p.a.)
1	XS0324333086	XELO PUBLIC LIMITED COMPANY 20/12/2017 Ferras	140.000.000	41,6%	-0,8%
2	XS0345444508	BANCO ESPANOL DE CREDITO 8Y Livestock Revolution Index	15.000.000	29,8%	2,0%
3	XS0238703390	ETHICAL CDO I SERIES 5 2005 - 20/03/2016	30.000.000	27,0%	1,4%
4	XS0279156714	TER FINANCE Frn (JERSEY) LIMITED SERIES 3 29/12/2016 312	91.000.000	23,1%	0,7%
5	XS0259719572	TER FINANCE Frn (JERSEY) LIMITED SERIES 2 20/07/2016 254	50.000.000	22,2%	2,1%
6	XS0243385688	CORSAIR FINANCE No.6 Ltd Rotating SPI Basket on a Static	30.000.000	22,0%	-0,1%
7	XS0346539504	MEDIOBANCA SPA OLYMPIA STAR I 13/02/2018	30.000.000	20,3%	-2,0%
8	XS0275159167	EIRLES TWO 10Y EUR MOMENTUM CPPI 06/12/2016	91.000.000	20,1%	1,6%
9	XS0206078825	XELO II "CAMELOT" 1/11/2029 LECCE	90.500.000	18,9%	1,4%
10	XS0340293934	MEDIOBANCA Lock the best: 10Y Equity - linked Note 25/01/2018	20.000.000	18,2%	0,8%

Ancora si evidenzia nel 2013 la notevole ripresa di valore dei titoli contenenti CDO: ripresa dovuta sia ai CDO interni sia all'apprezzamento delle componenti di copertura che sono i titoli BTP e BEI zero coupon a lunga scadenza.

Gli ultimi 10 titoli in termini di performance stimata di mercato:

N.	Isin	Descrizione Investimento	Valore Nominale	2013	Rendimento da inizio (p.a.)
1	XS0244529482	UBS AG JERSEY BRANCH-FAST NOTES 21/04/2016	30.000.000	0,4%	0,5%
2	XS0212765704	CLASS DBLCI-MR ER NOTE 20.3.2015	50.000.000	-0,4%	5,0%
3	XS0309481819	DRESDNER BANK PRINCIPAL PROTECTED HIGH GROWTH	35.000.000	-1,1%	-0,6%
4	XS0294986103	JP MORGAN 9Y TARN SPI Note on JP Morgan INCOMEFX EUR	20.000.000	-1,6%	1,6%
5	XS0273975499	JP MORGAN 10Y RANGE ACCRUAL SNOWBALL	10.000.000	-1,9%	0,7%
6	XS0294148829	BARCLAYS BANK PLC 12Y EUR Principal Protected Note linked	5.000.000	-2,5%	1,8%
7	XS0285465307	BARCLAYS BANK PLC 12Y EUR Principal Protected Note linked	5.000.000	-2,6%	2,0%
8	XS0226409687	MAN BLUECREST Ltd 30/09/2018	25.000.000	-2,7%	4,9%
9	XS0525122718	CREDIT SUISSE EUR Credit Linked Notes Linked to	65.000.000	-5,9%	-4,8%
10	XS0285465729	BARCLAYS BANK PLC 12Y USD Principal Protected Note linked	5.000.000	-10,1%	2,3%

Dettaglio CDO.

I titoli obbligazionari strutturati legati a portafogli di CDO avevano originariamente un nozionale complessivo di euro 446.500.000. Nella operazioni di ristrutturazione del 2010, finalizzate alla riduzione del rischio intrinseco e alla garanzia del capitale nominale, sono stati apportati valori in liquidità e titoli per 319,8 milioni.

Il valore stimato complessivo del pacchetto CDO è 671,1 milioni. Considerando che nel periodo di investimento le cedole incassate ammontano a 33,7 milioni, il risultato complessivo finanziario da inizio investimento è negativo di circa 61,7 milioni, ovvero dell'8,1% del costo complessivo (annuo -1,4%).

Dettaglio CDO			Costo Complessivo (X) + (Y) = (1)	Valore di Rimborsa (2)	Performance fee (1)	Valore stimato al 31/12/2013 (2)	Cedole incassate (3)	Flussi Finanziari Netti (2)+(3)-(1)	Rend. Assoluto	Rend. P.A. (dal 2006)
ISIN	Descrizione	Scadenza								
XS0355923342	Eirles II 337 China Growth	28/02/2013	16.790.000	15.820.053	900.000		2.550.000	680.053	4,1%	2,2%
XS0243386588	CORSAIR FINANCE No.6	20/03/2016	32.171.542			29.456.488	2.478.315	-236.839	-0,7%	-0,1%
XS0238703390	ETHICAL CDO I SERIES 5	20/03/2016	32.171.642			33.115.980	2.129.130	3.073.468	9,6%	1,1%
XS0259719572	TER FINANCE Fm	20/07/2016	75.153.154			63.373.645	3.829.122	-7.950.386	-10,6%	-1,5%
XS0275159167	EIRLES TWO 10YEAR BTP strip	06/12/2016	57.330.000			37.943.527	2.100.000	-8.568.673	-14,9%	-2,3%
		01/11/2029	34.094.060			42.811.860				
XS0279156714	TER FINANCE Fm BTP strip	29/12/2016	55.710.842			35.659.003	0	-12.070.229	-21,7%	-3,4%
		01/11/2029	34.830.250			42.811.860				
XS0324333086	XELO PUBLIC LIMITED CO	20/12/2017	166.175.000			128.534.787	14.177.637	-23.462.576	-14,1%	-2,4%
XS0254468019	CORSAIR FINANCE SPI BEIZC	20/03/2016	103.806.716			68.958.419	6.396.072	-8.225.625	-4,8%	-0,6%
		20/02/2029	67.900.000			88.126.600				
XS0206078825	XELO II "CAMELOT" BTP strip	20/03/2016	55.700.000			42.773.072	0	-4.974.693	-8,9%	-1,1%
		01/11/2029	34.624.395			42.576.630				
Titoli in portafoglio al 31/12/2013			749.667.701			656.141.871	31.110.276	-62.415.553	-8,3%	-1,5%
COMPLESSIVO (incluso CDO scaduto)			766.457.701			671.061.924	33.660.276	-61.735.501	-8,1%	-1,4%

Il Costo Complessivo (1) è dato dal costo di bilancio (X) più la liquidità conferita nelle ristrutturazioni CDO (Y)

Il primo CDO scaduto nel 2013, l'Eirles 337 (XS0355923342) ha rimborsato, oltre ad euro 15.000.000 relativi al nozionale del portafoglio CDO, euro 820.053 come liquidità residua, per un valore complessivo di rimborso pari ad euro 17.620.053, grazie anche all'opzione cedolare del 12% cioè euro 1.800.000.

I titoli BEI e BTP strip conferiti a garanzia del capitale si trovano all'interno delle note riportate. Essi, pur facendo parte delle note stesse e contribuendone al valore, sono completamente segregati, hanno quindi il proprio andamento di mercato, e sono indipendenti dall'andamento dei CDO.

- BEI Z.C. euro nominali 67.900.000 XS0411137317 all'interno della nota Corsair 6.11 XS0254468019 (n.b. il titolo rimborsa euro 141.900.000);
- BTP Z.C. euro nominali 91.000.000 IT0001312773 all'interno della nota Eirles Two 309 XS0275159167;
- BTP Z.C. euro nominali 91.000.000 IT0001312773 all'interno della nota Ter Finance Frn (Jersey) Limited Series 3 XS0279156714;
- BTP Z.C. euro nominali 90.500.000 IT0001312773 all'interno della nota Xelo II Camelot XS0206078825.

A seguito dell'operazione di ristrutturazione iniziata a dicembre 2009 e conclusasi a dicembre 2010, i portafogli CDO sono gestiti sistematicamente e con strategie attive da due gestori specializzati nel settore del credito: CQS e PVE. L'obiettivo della loro gestione è ridurre il livello di rischio dei portafogli CDO nel modo più efficiente possibile (uno degli indicatori di rischio dei CDO è il WAS, ovvero Weighted Average Spread, o spread medio, il cui andamento verrà di seguito esposto), e produrre quindi l'aumento del valore dei CDO stessi. Il portafoglio è inoltre soggetto al controllo indipendente ed al monitoraggio da parte della Mangusta Risk nel ruolo di Risk Advisor.

I titoli che contengono i portafogli CDO sono costituiti dalle seguenti componenti:

- i portafogli CDO gestiti attivamente, come sopra descritto;
- la liquidità residua, rispetto a quella inizialmente conferita al momento della ristrutturazione pari a Euro 148,505 Milioni, è pari a Euro 56,217 Milioni. Infatti, successivamente all'impiego iniziale di una parte di questo flusso, finalizzato da un lato ad acquisire i nuovi portafogli CDO, dall'altro ad accantonare l'importo destinato alle commissioni di gestione per i tre manager CQS, PVE e Mangusta Risk fino alla scadenza delle note, dal 2010 in poi l'operato dei gestori non ha più assorbito liquidità ma l'ha prodotta. La liquidità resta all'interno della nota e contribuisce a determinarne il valore complessivo;
- le opzioni cedolari fisse a scadenza, pari allo 10% del valore nominale per il titolo Xelo Camelot XS0324333086, ed al 12% per il titolo Eirles 337 XS0355923342. Queste due opzioni, essendo legate al valore nominale dei titoli di riferimento, a seguito della crisi del 2008 e dell'aumentata percezione del rischio delle note, avevano perso pressoché interamente il loro valore. A seguito della ristrutturazione il rischio di queste opzioni, che è legato al rischio dei relativi CDO, è notevolmente diminuito e le stesse sono tornate ad essere delle componenti dal contributo positivo all'interno delle note. In particolare il titolo Eirles 337 alla propria scadenza ha pagato un'opzione cedolare di euro 1.800.000.
- alla scadenza dell'ultima nota del portafoglio verranno pagate le commissioni di performance ai gestori, sulla base dei risultati complessivamente prodotti. Il monitoraggio delle note da parte dell'Ente comporta la stima di queste commissioni, il cui importo stimato viene detratto dal valore complessivo di ogni titolo (stimate a ad oggi di circa euro 20,7 milioni).

Il valore complessivo medio dei soli portafogli CDO è passato dal 28,47% alla data di ristrutturazione, al 69,68% al 31 dicembre 2012, all'88,07% a dicembre 2013.



L'andamento dello spread medio del portafoglio evidenzia la costante riduzione di rischio implicito nello stesso.

