

LA GESTIONE ISTITUZIONALE

Nello schema IVS, la composizione percentuale del numero di pensioni erogate e della spesa pensionistica rimane la stessa rispetto al 2012. L'onere maggiore scaturisce dalle prestazioni di vecchiaia - circa il 74% erogato in favore del 62% degli iscritti in quiescenza - mentre la spesa per le pensioni ai superstiti, rappresentando il 23%, incide per il 34% dei pensionati; il rimanente 3% copre la spesa per le pensioni di invalidità e inabilità.

La ripartizione della spesa per le prestazioni integrative di pensione varia in relazione alle modifiche operate come di seguito specificato.

Le prestazioni IVS : invalidità, vecchiaia e pensione ai superstiti

Negli ultimi cinque anni, il numero delle pensioni complessivamente erogate è passato da 111.688 a 122.168 (119.561 nel 2012). La spesa, calcolata moltiplicando per 13 gli importi erogati al 31 dicembre, nel 2012 è stata complessivamente pari a 871,3 milioni di euro e nel 2013 è salita a 893,9 milioni di euro, con un aumento del 2,6%. L'importo medio di pensione erogato, senza fare distinzione per tipologia di prestazione, è costante rispetto al 2012, il numero delle pensioni erogate s'incrementa del 2%.

La spesa per le pensioni di vecchiaia è aumentata del 3% per effetto delle nuove pensioni accese nel corso del 2013, rimane costante l'incremento del 2% delle pensioni ai superstiti mentre diminuisce la spesa per le pensioni di invalidità e inabilità, -5%. Contribuisce all'aumento della spesa per le pensioni l'attività di abbinamento di contributi di anni precedenti, incassati con il metodo tradizionale e non con la COL, poiché ciò comporta il ricalcolo di pensioni già in erogazione. Conseguentemente all'abbinamento dei contributi successivo alla prima liquidazione e al calcolo di pensioni definitive, vi è il conseguente aumento del costo medio unitario, oltre che per effetto della perequazione annua.

Tabella 3 PRESTAZIONI IVS erogate nel 2013 – dato statistico

Descrizione	Prestazioni IVS al 31/12/2013		Variazione % 2012-2013	
	Numero beneficiari	pensione media	Numero beneficiari	pensione media
vecchiaia	76.282	8.786	3%	0%
invalidità/inabilità	4.763	4.514	-4%	-1%
superstiti	41.123	4.916	2%	0%
Totale	122.168	7.317	2%	0%

Per quanto riguarda la distribuzione per sesso del numero di pensioni in godimento, rispetto alle diverse tipologie di pensione, la composizione rimane invariata negli anni: la quota di pensioni di vecchiaia destinata alle donne è pari al 13%, mentre, in riferimento al complesso dei trattamenti, la quota femminile è pari al 41% del totale, grazie al peso delle pensioni di reversibilità, dove per il 97% sono beneficiarie le donne; il 12% delle prestazioni pagate per invalidità e inabilità va a beneficiari donna.

L'incidenza della spesa complessiva per beneficiari donne pesa complessivamente per il 28%, costante rispetto al 2012. In riferimento alla spesa per le pensioni ai superstiti la quota delle pensioni di reversibilità prevalentemente femminili, grava per il 98%, lasciando quote più basse per le altre tipologie di prestazione: l'8% per le pensioni di vecchiaia, il 7% per le pensioni di invalidità e inabilità.

Nel 2013 l'età media al pensionamento della categoria si colloca intorno a 66 anni per gli uomini e 63 anni per le donne, per effetto della modifica del requisito di accesso alla pensione in vigore dal 1° gennaio 2012. In generale, l'età media di pensionamento è aumentata negli anni per tutte le tipologie di prestazione, più per le pensioni di vecchiaia poiché non vengono più erogati i trattamenti di vecchiaia anticipati dal 2006.

Il numero medio di anni di contribuzione, pari a 29 anni per la totalità dei pensionati e a 22 anni per le pensionate, indica carriere lavorative brevi e piuttosto discontinue. L'anzianità contributiva media delle cosiddette prime liquidazioni di vecchiaia per gli uomini si è innalzata a 30 anni mentre per le donne a 25 anni. Rispetto agli anni precedenti l'incremento dell'anzianità contributiva è stato maggiore per gli uomini che per le donne. Nel 2013 l'importo medio annuo delle pensioni di vecchiaia è pari a circa 8.800 euro: circa 5.500 euro per le donne e 9.250 euro per gli uomini.

Minori appaiono gli importi delle pensioni di invalidità e inabilità e delle pensioni ai superstiti: le pensioni di invalidità e inabilità ammontano a circa 2.500 euro per le donne e 4.800 euro per gli uomini, anche questa tipologia stabile rispetto lo scorso anno. L'importo medio di pensione ai superstiti è circa 5.000 euro per le donne e 2.350 euro per gli uomini, costante rispetto allo scorso anno.

RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2013

Grafico 13 Andamento del rapporto contribuito / pensione media e rapporto attivi / pensionati



Le prestazioni previdenziali Enasarco sono prestazioni integrative di quelle erogate dall'INPS come "primo pilastro". Una stima del rapporto tra pensione media e monte provvigionale medio per agente risulta pari al 39% circa. Se a tale considerazione aggiungiamo il fatto che la contribuzione media si attesta al 6% della provvigione media percepita dall'agente, appare evidente che l'importo medio della pensione risulta significativo. Se si pone attenzione alla distribuzione del numero di pensioni erogate in riferimento all'importo della rata mensile percepita, si nota che complessivamente circa 87% dei beneficiari percepisce una rata che si attesta al di sotto di 1.000 euro. Per le pensioni di vecchiaia la distribuzione dei beneficiari vede valorizzare anche le classi di importo superiori ai 1.000 euro. Infatti il 10,5% percepisce una rata compresa tra i 1.000 ed i 1.500 euro e più del 7,4% percepisce una pensione superiore ai 1.500 euro. Per osservare la differenza tra i sessi, si evidenzia che tra coloro che percepiscono una pensione di vecchiaia per un importo prossimo ai 1.000 euro, la frequenza degli uomini si attesta all'80%, quella delle donne sale al 95%.

Le prestazioni per invalidità permanente come pure quelle ai superstiti presentano importi inferiori rispetto alle pensioni di vecchiaia, infatti buona parte dei beneficiari, circa il 74%, percepisce in media una rata di pensione mensile prossima ai 500 euro.

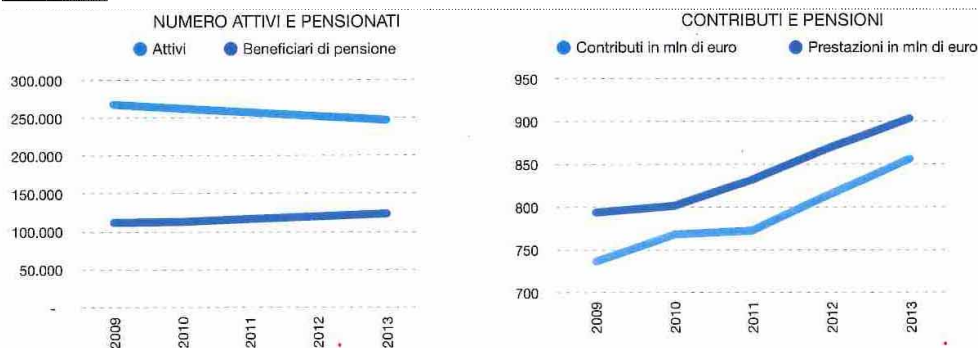
Se si confrontano le pensioni vigenti con le nuove liquidate, gli importi delle nuove sono in media (uomini e donne) inferiori a quelli dell'insieme delle pensioni vigenti per il complesso dei trattamenti pensionistici, circa 4.200 euro. L'indicatore che misura l'effetto sulla spesa dell'entrata di nuove pensioni, il così detto effetto rimpiazzo, dato dal rapporto tra gli importi delle nuove pensioni liquidate e quelli dello stock di pensioni, con riferimento al complesso dei trattamenti, si attesta intorno ad un valore ridotto, pari al 3%.

Il numero dei pensionati contribuenti (coloro che continuano l'esercizio della professione dopo il pensionamento) è stato a fine 2013 pari a 8.899 unità, corrispondente ad un tasso di attività di circa il 7% (pensionati contribuenti/titolari di pensione di vecchiaia).

L'indice di pensionamento, ossia il rapporto fra attivi e pensionati, pari a 2, indica che per ogni pensionato ci sono due attivi.

Il grado di copertura statistico delle entrate contributive di previdenza, rispetto alla spesa totale per pensioni, è pari a 0,97 per il 2013.

Grafico 14 Grado di copertura – dato statistico



LA GESTIONE ISTITUZIONALE

Le prestazioni integrative di previdenza

Nel 2013 la spesa complessiva per prestazioni assistenziali, pari a circa 6,6 milioni di euro, è diminuita del 9% rispetto al 2012 grazie al minor numero delle prestazioni erogate.

Diminuisce la spesa per assegni nascita e/o adozione e per l'indennità di maternità poiché si riduce in maniera significativa il numero delle prestazioni.

Le prestazioni erogate nei casi di grave deficit funzionale sono stati 13 nell'anno 2013.

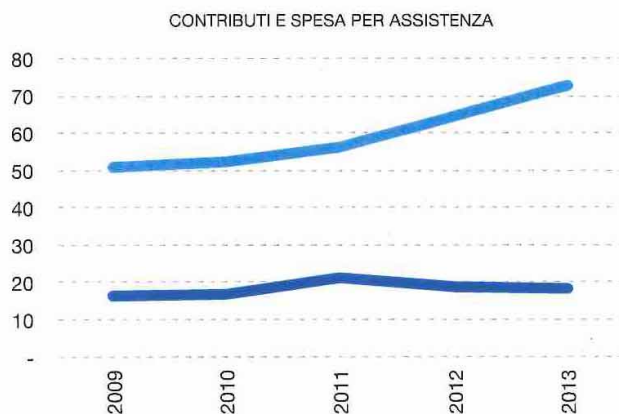
La spesa per assegni funerari è aumentata del 15% circa, dovuta all'incremento del numero di assegni erogati.

Tabella 4 Prestazioni Integrative di Previdenza al 31.12.2013 – dato statistico

Tipologia di prestazione	Prestazioni Integrative al 31/12/2013	
	Numero beneficiari	costo medio
borse di studio	621	€ 689
erogazioni straordinarie	114	€ 1.264
assegni funerari	1.989	€ 1.534
spese per soggiorni termali/climatici	1.369	€ 758
assegni per nascita/adozione	2.511	€ 622
assegni per case di riposo	24	€ 4.386
spese per colonie estive	13	€ 522
indennità di maternità	268	€ 1.154
assistenza per deficit funzionali	13	€ 1.200
Totale	6.922	

Grafico 15 Grado di copertura – dato statistico

Contributi in mln di euro Prestazioni in mln di euro



RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2013

La situazione economico-patrimoniale e le riserve obbligatorie

Il confronto con il bilancio tecnico

Di seguito i dati del bilancio tecnico 2011, confrontato con il consuntivo 2013. Il confronto è riportato con il bilancio tecnico che tiene conto delle modifiche regolamentari introdotte nel 2012. Si evidenzia che è stato redatto un bilancio tecnico specifico per la Fondazione, più prudentiale rispetto al bilancio tecnico ministeriale poiché, in relazione all'incremento annuo delle provvigioni, utilizza un dato più conforme alla realtà della Fondazione.

Fonte	Patrimonio	Entrate contributive	Pensioni correnti	Ramo assistenza	Saldo previdenziale
Bilancio tecnico 2011 post modifiche	4.986.317,00	844.263,00	883.801,00	47.012,00	7.474,00
Bilancio consuntivo	4.349.395,36	861.889,97	888.299,77	54.382,48	27.972,68

I dati relativi alla gestione previdenziale ed assistenziale evidenziano un risultato migliore rispetto alle proiezioni tecniche, con un saldo previdenziale pari a 28 milioni di euro a fronte di euro 7 milioni. Le differenze sui valori del patrimonio scaturiscono:

- dall'effetto che hanno sullo stesso le stime di accantonamenti, ammortamenti e svalutazioni, operate in applicazione dei principi contabili e dunque non contemplati nel bilancio tecnico. Questi, abbattendo il risultato contabile d'esercizio, diminuiscono direttamente il valore del patrimonio;
- dal fatto che i dati del bilancio tecnico tengono conto dei dati di patrimonio previsti a budget 2012. Il patrimonio stimato era maggiore per effetto della previsione di maggiori plusvalenze rivenienti dalle vendite immobiliari, di fatto più basse per effetto della stretta sul mercato creditizio e del conseguente rallentamento del processo di dismissione.

Il bilancio tecnico 2011 della Fondazione, redatto ed approvato a settembre 2012, che ha recepito le novità introdotte dalla legge "Fornero", evidenzia come la Fondazione, grazie alle modifiche al Regolamento Istituzionale in vigore dal 2012, abbia un sistema previdenziale sostenibile su un arco temporale ultra cinquantennale. In particolare il saldo previdenziale (differenza tra contributi e prestazioni, senza dunque tenere conto dei rendimenti del patrimonio) è positivo fino al 2034, ma evidenzia un saldo negativo tra il 2035 ed il 2057, in presenza di un saldo totale sempre ampiamente positivo. La Fondazione monitorerà con attenzione l'andamento dei saldi rispetto alle ipotesi tecniche che, comunque, a norma di legge, saranno revisionate ogni tre anni. Si evidenzia che la Fondazione si sta dotando di un software attuariale, sviluppato all'interno, in grado di effettuare analisi puntuali sui dati previdenziali e previsioni precise sugli effetti di eventuali modifiche al sistema previdenziale stesso. Se il saldo previdenziale, come si legge dalle previsioni tecniche, tra 20 anni dovesse tendere a valori negativi, la Fondazione interverrà per tempo con gli strumenti e le modalità che saranno ritenute più opportune e consone a quella data.

LA GESTIONE ISTITUZIONALE

La remunerazione del ramo FIRR

Il fondo contributi F.I.R.R. accoglie la quota capitale dell'indennità di risoluzione rapporto da riconoscere agli agenti e rappresentanti al termine della loro attività. Detto fondo, come illustrato anche nella nota integrativa, è alimentato dalle somme versate annualmente alla Fondazione dalle ditte preponenti, per contributi a loro carico ed a favore degli iscritti, calcolati sulle provvigioni ai medesimi erogate nell'esercizio precedente e si decrementa a fronte degli importi liquidati nell'esercizio ad agenti e rappresentanti che hanno cessato l'attività.

Nell'ambito della gestione del FIRR, il 20 dicembre 2007 è stata sottoscritta la Convenzione per la gestione del trattamento di fine rapporto degli agenti.

A partire dalla gestione FIRR dell'anno 2007 è stato riconosciuto pro quota al ramo lo stesso rendimento realizzato sul patrimonio complessivo investito dalla Fondazione, decurtato del costo della polizza assicurativa agenti gravante sulla gestione FIRR. L'elemento innovativo è che viene meno la quota fissa del 4% prevista nella precedente Convenzione che era totalmente a carico della Previdenza riducendo la stabilità di lungo periodo.

La polizza assicurativa, oltre a coprire le garanzie previste negli accordi economici collettivi a carico degli agenti (garanzia in caso di morte per infortunio, in caso di invalidità permanente per infortunio, per coloro che hanno un'età non superiore a 75 anni e con almeno 5 anni di anzianità contributiva previdenziale), prevede altresì, la garanzia in caso di morte per infortunio e in caso di invalidità permanente per infortunio, oltre ad una diaria da ricovero e/o degenza a seguito di infortunio o malattia, per tutti gli agenti di commercio, finanziata con il ramo assistenza. Il premio a carico del ramo assistenza, pagato nel corso del 2013, ammonta ad euro 11,4 milioni, in linea con quello del 2012.

Si riporta di seguito il tasso di rendimento FIRR per l'anno 2013:

FIRR tasso di rendimento 2013	
CONSUNTIVO 2013	IMPORTI
Fondo FIRR medio 2013	1.877.064.461
Risultato ramo FIRR bilancio 2013	5.514.860
Costo polizza esercizio 2013 a carico degli agenti	4.456.892
Utile FIRR netto polizza	1.057.968
Utile lordo	0,30%
Polizza	0,24%
Remunerazione FIRR 2013	0,06%

Il risultato dell'esercizio 2013, notevolmente incrementatosi rispetto al 2012 (euro 567 mila), seppur positivo, risente della forte diminuzione dei saldi economici del patrimonio immobiliare precedentemente illustrati non ancora compensati dall'incremento dei rendimenti del patrimonio finanziario. In particolare la diminuzione dei rendimenti immobiliari è riconducibile al decremento dei canoni di locazione, per effetto della dismissione immobiliare (la cui plusvalenza come noto è vincolata unicamente a favore della previdenza) ed all'andamento costante dei rendimenti mobiliari dovuto sostanzialmente al fatto che i maggiori rendimenti scaturenti dalle nuove forme di investimento saranno pienamente a regime solo nel 2014, anno in cui anche il ramo FIRR ne beneficerà a pieno⁸.

PAGINA BIANCA

La gestione degli asset della Fondazione

PAGINA BIANCA

LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

Il patrimonio mobiliare

La Fondazione, in uno spontaneo processo di autoregolazione intrapreso in anticipo rispetto alle norme, ha avviato un percorso volto a recuperare criticità passate e stabilire nuove procedure e garanzie.

Ne sono un esempio l'adozione del modello di distribuzione nel tempo delle attività e passività della gestione finanziaria (ALM), la creazione della funzione interna di controllo del rischio e la definizione di una serie di procedure di rilevante importanza per una trasparente e corretta conduzione della gestione finanziaria.

Il percorso di rinnovamento della Fondazione non può prescindere nemmeno da un processo di riorganizzazione del patrimonio mobiliare, volto a ridisegnarne le caratteristiche e a renderle maggiormente rispondenti alle attuali esigenze di Enasarco e, più in generale, delle Casse di Previdenza.

Come noto, a partire dagli anni 2001-2004 furono effettuati una serie di investimenti in prodotti strutturati che, dopo la crisi finanziaria del 2008, si sono rilevati non in linea con le esigenze degli enti previdenziali. Di contro, all'epoca, tale tipo di investimenti era consigliato da tutti gli istituti bancari ed, infatti, li acquistarono non solo la Fondazione ma tutti gli Enti previdenziali privati e le Pubbliche Amministrazioni, territoriali e non territoriali, nazionali e locali.

Tutto questo ha portato la Fondazione ad avere un portafoglio caratterizzato da una forte sovraesposizione su asset class illiquide, tramite strumenti finanziari complessi, poco trasparenti, ad accumulazione del capitale e con costi di gestione elevati.

In risposta alle evoluzioni normative, alle mutate condizioni di mercato e soprattutto alla volontà di rinnovamento voluto per la Fondazione, in attesa di terminare il processo di definizione della nuova ALM, dell'asset allocation strategica e tattica e del documento relativo alle politiche di investimento, per la cui redazione è stata recentemente ultimata un'apposita procedura di gara finalizzata all'individuazione di un *advisor* specializzato, la Fondazione ha definito una serie di principi attraverso cui indirizzare la gestione del patrimonio mobiliare.

Gli obiettivi di tale nuova gestione sono:

- ristrutturare gli investimenti esistenti, per migliorarne il profilo di redditività intervenendo anche sull'aspetto commissionale, ed approfondirne il monitoraggio attraverso l'esercizio dei poteri di governance, mediante la partecipazione ai comitati consultivi dei fondi di cui la Fondazione è quotista;
- effettuare nuovi investimenti, utilizzando la liquidità di volta in volta disponibile e prevalentemente riveniente dal processo di dismissione immobiliare, seguendo nuove linee guida che si sostanziano nella preferenza per investimenti in strumenti liquidi, trasparenti, a basso costo gestionale, con profilo di rischio/rendimento ottimizzato e previsione di distribuzione degli utili.

Il percorso di rinnovamento avviato non è certamente privo di ostacoli, infatti la complessità degli investimenti attualmente presenti in portafoglio non consente di portare a termine le operazioni di ristrutturazione in tempi brevi. Ciò nonostante, la Fondazione ha già ottenuto importanti risultati e successi negoziali che si concretizzeranno in migliori risultati in termini di redditività patrimoniale già a partire dal prossimo esercizio.

Il rendimento del portafoglio mobiliare e la valutazione al 31 dicembre 2013

L'analisi del rendimento del portafoglio, di seguito riportata, si focalizza su due aspetti:

1. L'analisi del rendimento a valori contabili, ovvero quello effettivamente realizzato, costituito da dividendi e cedole maturate nell'esercizio e di fatto registrate a bilancio al netto degli oneri finanziari e fiscali;
2. L'analisi del rendimento al fair value, ovvero quello che tiene conto della valutazione complessiva del portafoglio, alla fine dell'esercizio, effettuata sulla base dei valori di quotazione ovvero dei NAV comunicati dalle controparti.

Analisi del rendimento a valori contabili

Il rendimento a valori contabili, calcolato rispetto al valore medio di portafoglio, evidenzia un dato sostanzialmente in linea rispetto al 2012, attestandosi sullo 0,66% (0,69% nel 2012). Le motivazioni principali di

RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2013

questo andamento sono due. La prima è l'aumento della massa investita, grazie al processo di dismissione immobiliare, che ha consentito di effettuare nuovi investimenti per oltre 380 milioni di Euro. La seconda è che questi investimenti, pur essendo stati eseguiti secondo le nuove linee guida che prevedono, tra le altre cose, la distribuzione alla Fondazione dei proventi finanziari maturati, sono stati effettuati nel corso del secondo semestre 2013, di conseguenza gli effetti saranno visibili a pieno regime, alla fine del prossimo esercizio, con conseguente miglioramento dei rendimenti netti⁹.

Asset class	% Media investita	Valore di carico al 31.12.2013	Valore di carico medio	Proventi cedolari netti	Rendimento a valori contabili
Fondi monetari e liquidità a breve	9,52%	402.700.101	430.150.128	3.197.778	0,74%
Titoli di debito	6,00%	421.002.523	270.828.774	8.366.256	3,09%
- Titoli di stato	3,38%	292.020.208	152.633.758	2.138.260	1,40%
- Obbligazioni e polizze a capitalizzazione	1,13%	61.982.316	51.195.016	1.476.611	2,88%
- Obbligazioni strutturate	1,48%	67.000.000	67.000.000	4.751.385	7,09%
Fondi comuni di investimento	1,11%	49.908.840	49.908.840	-	0,00%
di cui: Azionari	1,11%	49.908.840	49.908.840	-	0,00%
Fondi immobiliari	35,84%	1.719.910.648	1.618.505.545	8.737.462	0,54%
Investimenti alternativi	41,75%	1.885.526.926	1.885.748.575	7.924.457	0,42%
Private equity	4,94%	235.771.681	222.897.180	817.693	0,37%
Partecipazioni societarie	0,85%	32.407.421	38.502.211	547.000	1,42%
Patrimonio mobiliare	100%	4.747.228.141	4.516.541.253	29.590.645	0,66%

I fondi monetari e la liquidità a breve termine registrano un rendimento contabile pari allo 0,74% (1,14% nel 2012).

Forte impulso è stato dato, nel corso dell'esercizio, all'acquisto di titoli di stato italiani, che al 31 dicembre 2013 ammontano ad euro 292 milioni (euro 14 milioni a fine 2012). Come già menzionato, l'aumento significativo degli investimenti in titoli di stato porterà alle casse della Fondazione un beneficio in termini di proventi finanziari i cui flussi saranno significativi a partire dalla fine del 2014, quando gli acquisti effettuati saranno andati a pieno regime e l'intervallo di maturazione delle cedole sarà completo. In questa sede, invece, l'aumento della massa investita (il denominatore nel calcolo del rendimento) non viene supportata dal corrispettivo aumento delle cedole incassate (il numeratore nel calcolo del rendimento), per cui gli effetti benefici della nuova politica di gestione sono ancora latenti.

Lo stesso dicasi per i fondi comuni di investimento, strumenti acquistati alla fine del 2013 e dunque non in grado di apportare, per competenza, i benefici desiderati all'esercizio 2013.

Il rendimento contabile dei fondi immobiliari risulta complessivamente stabile rispetto al 2012 (0,54% nel 2013, contro lo 0,52% del 2012). Il comparto degli investimenti alternativi, invece, registra un decremento, attestandosi sullo 0,42% contro lo 0,51% conseguito nel 2012.

Per quel che riguarda gli investimenti nel private equity, si registra anche qui un significativo calo nel rendimento contabile, che passa dal 2,24% allo 0,37% per effetto delle minori distribuzioni deliberate dai fondi rispetto allo scorso esercizio (con particolare riferimento alla distribuzione da parte del fondo Copernico, avvenuta nel corso del 2013 per euro 600 mila a fronte degli oltre 3 milioni del 2012).

Infine le partecipazioni societarie, che nel 2012 hanno reso l'1,93%, nel 2013 presentano un rendimento contabile pari all'1,42% per effetto della diminuzione dei dividendi deliberati.

Analisi del rendimento a valori di mercato

Il 14 marzo 2013 il Consiglio di Amministrazione ha approvato i criteri di classificazione e valutazione in bilancio del portafoglio finanziario della Fondazione. Di seguito una sintesi dei criteri:

⁹ Alla luce di quanto detto, appare evidente come il trend gestionale sia di fatto positivo. Proiettando su base annua la remunerazione di tutti gli ultimi investimenti finanziari effettuati (portafoglio liquido), il rendimento medio di questa porzione di portafoglio supererà il 9%.

LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

- *Criterio di classificazione*: i nuovi prodotti finanziari che saranno immessi nel portafoglio della Fondazione dovranno essere classificati tra le immobilizzazioni finanziarie se considerati strategici e funzionali all'attività previdenziale della Fondazione. Di regola, i titoli assegnati al comparto investimenti ad utilizzo durevole non possono formare oggetto di operazioni di compravendita. Le operazioni riguardanti il trasferimento dei titoli dal comparto delle immobilizzazioni finanziarie a quello dell'attivo circolante ovvero la dismissione anticipata di titoli classificati ad utilizzo durevole, vanno ricondotte a situazioni che rivestono carattere di eccezionalità e straordinarietà. Le stesse devono, in ogni caso, essere approvate dall'organo amministrativo. Nel caso di delibera riguardante la riclassificazione dei titoli da un comparto all'altro, il trasferimento deve essere contabilizzato al valore risultante dall'applicazione, alla data dell'operazione, delle regole valutative del comparto di provenienza.
- *Criteri di definizione della perdita durevole di valore*: dovrà essere effettuato annualmente un test di impairment per i titoli di debito, le partecipazioni e le quote in fondi comuni di investimento. Per i suddetti prodotti, ad esclusione dei fondi immobiliari nei quali è confluito il patrimonio immobiliare della Fondazione oggetto di dismissione, sarà ritenuta significativa una riduzione del valore di mercato superiore al 30% e prolungata per un periodo ininterrotto di 3 anni, valutato a partire dal bilancio 2012. Per i fondi immobiliari nei quali è confluito il patrimonio immobiliare della Fondazione oggetto di dismissione sarà ritenuta significativa una riduzione del valore di mercato superiore al 30% e prolungata per un periodo ininterrotto di 5 anni. Nella valutazione degli OICR in cui esiste una protezione del capitale a scadenza, il test di impairment dovrà tenere conto di tale protezione. Annualmente dovrà essere accertata l'efficacia della suddetta protezione. Lì dove il test di verifica dell'efficacia fosse positivo, la valutazione di bilancio terrà conto della sussistenza di tale protezione a scadenza, mantenendo dunque l'iscrizione al valore di bilancio. Il superamento di entrambe le soglie sopra individuate, comporta, salvo circostanze eccezionali, la rilevazione dell'impairment con impatto sul conto economico, mediante registrazione di una svalutazione. Qualora la perdita di valore venisse meno negli esercizi successivi, sarà rilevata a bilancio una ripresa di valore, con impatto a conto economico positivo. In ogni caso il ripristino di valore non potrà mai comportare un valore contabile superiore al costo di acquisto.

La valutazione al fair value del portafoglio 2013 ha evidenziato al 31 dicembre 2013 perdite durevoli di valore per euro 14,4 milioni, iscritte a conto economico tra le rettifiche di valore di attività finanziarie. Le svalutazioni hanno riguardato l'OICR Globersel, per euro 440 mila circa, il fondo Italian Business Hotel per euro 428 mila ed il fondo Vertis, per euro 50 mila, tutti già svalutati nel 2012, e la partecipazione in Futura Invest, per euro 13,5 milioni¹⁰. E' necessario puntualizzare che, come riportato nel paragrafo relativo agli eventi successivi, il fondo Globersel è stato venduto nel corso del 2014, generando, rispetto al valore di bilancio un plusvalore di circa 200 mila euro.

In accordo con la normativa vigente e con i criteri indicati dal principio contabile OIC 3, si rappresenta che, per i test di impairment, utili all'applicazione dei su citati criteri di valutazione, lì dove manchi una quotazione ufficiale del titolo, è stato preso come riferimento il NAV dei fondi, comunicato ufficialmente dai gestori e dalle SGR. I NAV rappresentano attualmente la miglior stima del fair value dei prodotti in portafoglio in un dato periodo.

Prima di passare all'analisi dei rendimenti di mercato del portafoglio, si ritiene necessario fare una dettagliata puntualizzazione sul trattamento contabile relativo alle quote di fondi SICAV e SCA SIF i cui sottostanti sono rappresentati da strumenti finanziari per i quali sussista una protezione del capitale a scadenza, con particolare riferimento alla protezione rappresentata da "BTP stripped" facenti parte del Fondo Europa Plus Sca Sif.

La descrizione del trattamento contabile per gli attivi protetti da "titoli di stato" non può prescindere dalla storia degli investimenti cui tale casistica si riferisce, ovvero l'investimento in note strutturate con capitale garantito a scadenza.

Alla fine del 2007 dopo il periodo di commissariamento e facendo proprie le indicazioni del Commissario Straordinario, il Consiglio di Amministrazione ristrutturò il proprio portafoglio investendo in prodotti con garanzia del capitale a scadenza, prestata da soggetti terzi e come tale avente indirettamente un costo.

Dopo la crisi finanziaria del 2008 culminata nel fallimento di Lehman Brothers, la Fondazione è dovuta intervenire più volte al fine di mantenere l'efficacia della garanzia a scadenza ed avere dunque certezza sul rientro almeno del capitale investito precedentemente. In tal modo, fino alla fine del 2011, le garanzie succedutesi sono state sempre efficaci, prestate da soggetti terzi, ma con predeterminati regimi commissionali sempre più costosi, visto il momento di forte crisi sui mercati. Alla fine del 2011 la crisi del debito sovrano italiano aveva spinto i rendimenti dei titoli di stato a livelli eccezionalmente alti, tali da consentire la costituzione della garanzia sul capitale a scadenza mediante l'acquisto di titoli "zero-coupon" di lunga durata

10

La descrizione dettagliata delle citate svalutazioni è riportata nella nota integrativa nella sezione dedicata alle partecipazioni ed altri titoli.

RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2013

emessi dallo Stato Italiano. La sostituzione della garanzia avrebbe avuto un duplice vantaggio: azzerare i costi di protezione e minimizzare il rischio di controparte legandolo al “rischio paese”.

Per i motivi sopra riportati, il Consiglio di Amministrazione decise la cessione, tra l'altro, al Fondo Europa Plus SCA SIF RES - 1, gestito dalla società GWM, di alcune note strutturate garantite. Allo stesso tempo il CDA deliberò altresì la sostituzione della protezione prestata da parti terze con quella rappresentata da titoli di stato. Allo scopo di rafforzare la garanzia, in data 30 novembre 2012 è stato completato lo split del comparto RES-1 in due comparti del medesimo Fondo, (i) RES Capital Protection e (ii) RES Opportunity. Il suddetto rafforzamento della protezione del capitale è avvenuto attraverso una esplicita previsione, nel prospetto informativo del comparto RES Capital Protection, del mantenimento dei BTP “zero coupon” in portafoglio fino alla scadenza del fondo stesso, accompagnato inoltre alla previsione che, in caso di scioglimento anticipato del fondo, a discrezione della Fondazione, potranno essere retrocessi in natura i titoli (BTP zero coupon).

Tenuto conto:

- dell'evoluzione avuta nel tempo degli iniziali investimenti in prodotti strutturati garantiti a scadenza;
- delle ristrutturazioni effettuate nel tempo e finalizzate non a modificare i sottostanti delle note, ma a proteggere il capitale a scadenza ed a minimizzare i costi di garanzia;

la Fondazione ha iscritto in bilancio quote del fondo Europa Plus SCA SIF comparto “Capital protection”, ad un valore pari a quello degli originari investimenti.

La garanzia è rappresentata da titoli di stato non detenuti direttamente dalla Fondazione, ma contenuti nel comparto del Fondo Europa Plus. La garanzia, sia se prestata mediante accordi con controparti specifiche, sia se prestata mediante l'acquisto di un pacchetto di titoli di stato, ha sempre la stessa funzione ovvero quella di riavere a scadenza il capitale iniziale investito.

Al pari dei precedenti investimenti, le quote del fondo Europa Plus sono classificate nell'attivo immobilizzato del bilancio.

La classificazione dei titoli, come richiamato dagli stessi principi contabili (Principio contabile n. 20 del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e del Consiglio nazionale dei Ragionieri, così come modificato dall'Organismo Italiano di Contabilità in seguito alla riforma del diritto societario) è effettuata sulla base di “un criterio funzionale, che tenga conto della destinazione, ad uso durevole o non durevole”.

Passando al trattamento contabile adottato dalla Fondazione, il principio contabile n. 20, richiamando l'art. 2426 punto 1) del c.c., stabilisce che le immobilizzazioni finanziarie sono iscritte al costo di acquisto comprensivo degli oneri accessori di diretta imputazione. Lo stesso art. 2426 al punto 3) stabilisce che se alla data di chiusura dell'esercizio l'immobilizzazione risulti durevolmente inferiore al valore di bilancio, essa va iscritta a tale minor valore, rilevando la perdita nel conto economico.

Le ragioni per procedere alla svalutazione, come espresso dal citato principio, “sono identificabili in ragioni economiche gravi che abbiano carattere di permanenza temporale”. Per i titoli che non hanno una quotazione ufficiale vanno utilizzati tutti i dati e le informazioni di cui si può venire a conoscenza “allo scopo di accertare il deterioramento delle condizioni economico-patrimoniali della società emittente con connessi rischi di illiquidità o di insolvenza della stessa, che possono compromettere la capacità di corrispondere gli interessi da parte dell'emittente medesima o il realizzo del titolo da parte del possessore, o ancora, la capacità di rimborso del titolo alla scadenza da parte della società emittente”.

Stante il contenuto dell'OIC n. 20 è evidente come il presupposto per una svalutazione dell'attivo finanziario in portafoglio sia la ragionevole certezza di non riuscire ad avere alla scadenza prestabilita il rimborso del capitale da parte dell'emittente.

Nella fattispecie Enasarco l'investimento iniziale è protetto a scadenza, ovvero alla scadenza pattuita la Fondazione riceverà almeno le somme investite senza subire in questo modo alcuna perdita patrimoniale. Il rischio rimane circoscritto ad un mancato guadagno e non riguarda il mancato rimborso dell'intero valore dell'investimento.

Per quanto detto, il trattamento contabile degli attivi protetti segue la regola, formalizzata nel documento relativo ai criteri di classificazione e valutazione in bilancio delle attività finanziarie della Fondazione, approvato dal Consiglio di Amministrazione il 14 marzo 2013 e sopra richiamato.

Pertanto la politica connessa alla valutazione degli investimenti è coerente con i principi contabili nazionali ed internazionali in base ai quali **il rischio connesso ad un investimento è relativo al rischio di rimborso a scadenza** e non alle oscillazioni di valore nel tempo.

Riportiamo di seguito la tabella contenente il patrimonio mobiliare esposto a valori di bilancio ed al fair value. Il rendimento a valori di mercato viene riportato anche tenendo conto della protezione del capitale a scadenza, lì dove esistente. La protezione è rappresentata da BTP stripped ad eccezione del fondo di private equity Alpha CEE II, per il quale la garanzia è prestata da Allianz Risk Transfer n.v., e del fondo Futura SICAV, per il quale la garanzia è rappresentata da un'obbligazione emessa da Lloyds Bank e legata al merito

LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

di credito della Repubblica Italiana. La protezione è stata valutata a fine esercizio efficace su tutti i prodotti. La differenza tra il valore di carico ed il fair value, (per i principi contabili applicati, nazionali ed internazionali), non costituisce perdita, in quanto i titoli presenti in portafoglio sono protetti a scadenza. Infatti, come ampiamente chiarito sia nella presente relazione sulla gestione che nella nota integrativa, il rischio connesso ad un investimento è relativo al rischio di rimborso a scadenza e non anche alle oscillazioni di prezzo nel tempo.

Asset class	Valore di carico al 31.12.2013	Fair value	Fair value con protezione	Fair value medio	Fair value con protezione medio	Rend. al fair value	Rend. al fair value con pro- tezione
	A	B	C	D	E	(B-A)/D	(C-A)/E
Depositi vincolati e liquidità a vista	402.700.101	402.700.101	402.700.101	430.433.677	430.433.677	0%	0%
Titoli di debito	421.002.523	381.085.850	404.214.250	243.137.226	263.076.426	-16%	-6%
- Titoli di stato	292.020.208	275.138.921	275.138.921	144.988.685	144.988.685	-12%	-12%
- Obb. e polizze a capitalizzazione	61.982.316	62.075.329	62.075.329	51.087.741	51.087.741	0%	0%
- Obb. strutturate	67.000.000	43.871.600	67.000.000	47.060.800	67.000.000	-49%	0%
Fondi comuni di investimento	49.908.840	50.712.882	50.712.882	25.356.441	25.356.441	3%	3%
- Azionari	49.908.840	50.712.882	50.712.882	25.356.441	25.356.441	3%	3%
Fondi immobiliari	1.719.910.648	1.672.020.330	1.672.020.330	1.588.856.129	1.588.856.129	-3%	-3%
Investimenti alternativi	1.885.526.926	1.441.523.999	1.907.968.705	1.413.400.110	1.874.608.109	-31%	1%
Private equity	235.771.681	218.327.241	231.981.691	235.825.294	223.574.150	-7%	-2%
Partecipazioni societarie	32.407.421	29.721.657	29.721.657	32.407.421	32.407.421	-8%	-8%
PATRIMONIO MOBILIARE	4.747.228.141	4.196.092.060	4.699.319.616	3.969.416.299	4.438.312.353	-14%	-1%

Le operazioni di ristrutturazione effettuate nel 2013

Ristrutturazione degli investimenti HINES

Nel corso del 2013 la Fondazione ha approvato il nuovo Regolamento della Finanza, che, tra le altre cose, prevede una pluralità di limiti di concentrazione degli investimenti. Considerato il nuovo regime di regole, da applicare anche agli investimenti già esistenti ma, naturalmente, tramite operazioni di ristrutturazione compatibili con gli impegni negoziali assunti in precedenza, la Fondazione ha condotto un'operazione di riduzione dell'esposizione e rimodulazione degli investimenti nei fondi HINES.

Prima della ristrutturazione, la Fondazione aveva sottoscritto un impegno ad investire in questi fondi un importo complessivo pari ad euro 180 milioni e tale impegno era vincolante, cosicché il mancato adempimento avrebbe potuto costituire danno tanto per il gestore quanto per la Fondazione. L'impegno si distribuiva così:

- euro 80 milioni nel fondo Hines Italia Core Opportunity Fund (HICOF);
- euro 100 milioni nel fondo Hines Italia Social Fund (HISF).

Attraverso l'opera di negoziazione con il gestore si è perseguito l'obiettivo, prioritario, di riduzione dell'esposizione verso il gestore, ma anche quello di privilegiare investimenti diversificati e con prospettive di rendimenti maggiormente positivi mediante riallocazione del *commitment*.

La ristrutturazione dell'operazione, siglata nel mese di agosto 2013, si è dunque conclusa con i seguenti impegni, distribuiti in tre diversi fondi:

- euro 120 milioni nel fondo Hines Italia Core Opportunity Fund (HICOF);

RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2013

- euro 15 milioni nel fondo Hines Italia Social Fund (HISF);
- euro 25 milioni nel fondo Italian Logistic Fund (ILOF).

I vantaggi di questa operazione si possono così sintetizzare:

- riduzione dell'impegno complessivo verso il gestore da € 180 milioni a € 160 milioni;
- maggiore diversificazione del rischio, distribuito su tre diversi strumenti aventi logiche ed obiettivi di investimento di natura diversa;
- riduzione della durata dell'investimento, tramite la riallocazione dell'impegno in precedenza assunto per il Fondo HISF, a durata maggiore, nei due fondi HICOF ed ILOF che prevedono una data di scadenza più breve.

Scioglimento del Fondo Athena Lux

Come già descritto nel bilancio 2012, al quale si rimanda per approfondimenti¹¹, il gestore GWM del Fondo Europa Plus ha condotto una lunga trattativa per la ristrutturazione degli investimenti nei Fondi Athena, ricomprese nel mandato ad esso affidato.

Fra le altre cose, l'accordo di ristrutturazione aveva previsto la trasformazione dell'esposizione del Fondo Athena Lux verso il settore bancario, effettuata mediante rapporti negoziali con altra società investitrice, attraverso la cessione dei relativi titoli e la destinazione dei proventi ad un investimento nel campo immobiliare (quota di un immobile di elevato pregio e reddito in uno dei quartieri più prestigiosi di Londra). L'accordo prevedeva tuttavia la possibilità per la società investitrice, da esercitare entro il 30 settembre 2013, di liquidare per cassa l'investimento di Athena Lux nell'immobile, mediante riacquisto delle relative quote al loro valore iniziale.

Nel mese di dicembre 2013 GWM ha ricevuto dal fondo Athena Lux l'informazione di avvenuto esercizio da parte della società investitrice di cui sopra, entro il termine contrattuale, dell'opzione di riacquisto della partecipazione nel capitale della società proprietaria dell'immobile a Londra, secondo quanto previsto dall'accordo di ristrutturazione. Conseguentemente, GWM ha esercitato il diritto al rimborso immediato delle quote del fondo Athena Lux, come previsto dall'accordo stesso, per un controvalore complessivo di euro 38 milioni circa. Le somme sono state incassate dal gestore GWM nei primi giorni di gennaio 2014 e si sommano ai 20 milioni di euro già incassati a marzo 2013 (per quest'ultima somma, come già descritto nella relazione al bilancio consuntivo 2012¹², la Fondazione ha effettuato *redemption* di quote del Fondo Europa Plus, così incassando direttamente il predetto importo). La quota residua dell'investimento iniziale, rispetto ai 58 milioni di euro ad oggi incassati, è compresa nel comparto protetto del Fondo Europa Plus Sca Sif Res Capital Protection. Inoltre, come riportato nella relazione sulla gestione al bilancio 2012, la summenzionata quota residua è stata messa in sicurezza anche mediante l'accensione del pegno a favore della Fondazione sui titoli Banca Popolare di Milano.

Lo stato del Contenzioso con la fallita Lehman Brothers

In merito al claim verso Lehman Brothers, ceduto ad Elliott Management, già ampiamente descritto nel bilancio 2012¹³, la Fondazione sta monitorando e gestendo la questione con molta attenzione.

In particolare, la Fondazione sta procedendo con lo scopo di recuperare i crediti verso Lehman Brothers Finance S.A. (di seguito L.B.F.) e Lehman Brothers Holding, attraverso il supporto degli studi legali che hanno già assistito la Fondazione per altri profili della vicenda Lehman Brothers.

Il contenzioso nei confronti del gruppo Lehman è articolato in due distinti giudizi, con parti e pretese contrapposte e speculari, l'uno pendente davanti all'Autorità Giudiziaria della Svizzera (c.d. *claim* di Enasarco) e l'altro davanti all'Autorità Giudiziaria del Regno Unito (c.d. *contro-claim* di L.B.F.).

Le parti coinvolte per la Fondazione Enasarco sono:

- Lo studio legale Sidley Austin che agisce come esperto della materia per il diritto inglese e come coordinatore del caso;
- Lo studio legale Shellenberg Witter che agisce come legale svizzero;
- Mr Mark Hapgood QC e Mr Jasbir Dhillon, entrambi Queen Council che agiscono come avvocati nel diritto inglese;

¹¹ Cfr bilancio consuntivo 2012, relazione sulla gestione pagina 38.

¹² Cfr bilancio consuntivo 2012, relazione sulla gestione pagina 39.

¹³ Si veda pagina 48 del bilancio consuntivo 2012 paragrafo eventi successivi della relazione sulla gestione.

LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

- Lo studio legale Gianni Origoni Grippo Cappelli & Partners, con sede a Londra, che collabora con i due studi internazionali ed assiste la Fondazione per le implicazioni di diritto italiano derivanti dai due giudizi d'oltralpe e fornisce tutte le relazioni di aggiornamento sullo stato del contenzioso;
- FTI consulting LPP che sostiene i legali della Fondazione come esperto indipendente dal punto di vista tecnico finanziario.

I costi del contenzioso sono coperti dal fondo spese impreviste, iscritto tra i fondi rischi ed oneri e costituito lo scorso esercizio per un importo pari ad euro 2 milioni¹⁴. Al 31 dicembre 2013 il fondo è pari ad euro 820 mila circa ed è ritenuto sufficiente a coprire le spese future che deriveranno dal contenzioso. Nel caso di pronuncia favorevole alla Fondazione, le spese potranno essere recuperate per un importo fino all'80%.

La Fondazione è stata convenuta da L.B.F. in giudizio davanti all'High Court of Justice di Londra per veder riconosciuta, a favore dell'attrice, la richiesta di pagamento per USD 30,8 milioni, attualmente pari a circa € 23 milioni (c.d. contro-claim), in ragione di un asserito danno subito da L.B.F. (e non, invece, da Enasarco) per effetto dello scioglimento dei rapporti contrattuali conseguente il *default* della banca d'affari.

L'udienza tenutasi il 16 dicembre 2013 era volta a stabilire se dovesse essere accettata la richiesta di LBF di fermare il giudizio svizzero sulla base di un accordo internazionale che regola l'esistenza di giudizi sulle stesse materie in giurisdizioni diverse.

Il verdetto ha dichiarato la competenza del tribunale inglese, riguardando una materia regolata da legge inglese, e, pertanto, il processo continuerà in Inghilterra come richiesto dalla Fondazione, anche in ragione dei tempi processuali normalmente più celeri di questa giurisdizione. LBF è stata condannata a pagare le spese legali alla Fondazione, che ha già ricevuto un rimborso di € 75 mila e richiesto ulteriori € 50 mila. Il giudice ha fissato l'udienza definitiva per il 20 novembre 2014.

Nel giudizio davanti alla giurisdizione svizzera la Fondazione ha il ruolo di attore ed ha chiesto a L.B.F. in liquidazione il pagamento di CHF 67 mln (oggi circa € 55 milioni) (c.d. claim), contestando la quantificazione a "zero" del proprio credito operata dagli organi della procedura liquidatoria. Per ciò che riguarda l'andamento processuale di questo contenzioso si evidenzia che l'unica udienza si è tenuta il giorno 31 gennaio 2014 davanti al giudice di Zurigo. Allo stato attuale, a parere dei legali l'andamento di questo giudizio non evidenzia elementi previsionali negativi per la Fondazione e, comunque, all'esito del giudizio inglese – che dovrebbe concludersi in tempi brevi – sarà possibile effettuare prognosi maggiormente approfondite anche per quanto attiene l'ammissione del credito Enasarco da parte dell'autorità giudiziaria elvetica.

Analisi a look-through del Fondo Europa Plus

Come noto, in seguito alla ristrutturazione del Fondo Europa Plus, finalizzata a gennaio 2013, il fondo è stato oggetto di divisione in due comparti: RES Capital Protection che rappresenta il 59,6% dell'intero investimento e RES Opportunity¹⁵, per il residuo 40,4%. Complessivamente il fondo Europa plus è composto:

- per il 26,1% da investimenti alternativi, collocati nel comparto Res capital protection e rappresentati dagli asset sottostanti le note strutturate che sono state sciolte (Anthracite, Codeis, Flexis), le c.d. "sidepockets" e la partecipazione nel fondo Athena Capital Special Situation fund I ed Eurasia Alternative investments fund 2 (entrambi ex Four Elements - Athena), di cui una parte era stata direttamente acquistata dalla Fondazione, l'altra rappresentava uno dei sottostanti della ex nota Anthracite;
- per il 47,7% da titoli a reddito fisso, di cui il 32% si riferisce ai bond bancari ceduti dalla Fondazione al Fondo Europa Plus alla fine del 2011, collocati per la maggior parte nel comparto Res opportunity, e per il rimanente 68% ai titoli di stato italiani "zero coupon", di durata pari a quella del Fondo Europa Plus, che rappresentano la protezione del capitale a scadenza degli asset facenti parte delle note strutturate sciolte, compresi nel comparto Res capital protection. Ricordiamo che sui BTP sussiste un vincolo di indisponibilità a favore della Fondazione, che ne è dunque il beneficiario finale;
- per il 21,7% da investimenti in fondi immobiliari ed, in via del tutto residuale, in fondi di private equity, tutti compresi nel comparto Res opportunity;
- per la rimanente quota del 4,5% da liquidità, collocata per il 90% nel comparto Res opportunity.

Il comparto Res Capital Protection, con un fair value al 31 dicembre 2013 pari ad euro 618 milioni circa ed un valore protetto alla scadenza pari ad euro 1.083.470.000, è così composto:

- Per il 52% dai BTP stripped che costituiscono la protezione a scadenza degli investimenti nelle ex note strutturate, oramai sciolte, di cui rimangono solo alcuni sottostanti¹⁶;

¹⁴ Si veda pagina 92 del bilancio consuntivo 2012.

¹⁵ Cfr. bilancio consuntivo 2012 pagina 38, relazione sulla gestione.

¹⁶ Il valore dei BTP stripped alla fine del 2013 ammonta ad euro 328 milioni ed ammonterà, alla scadenza del 2039, ad euro

RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2013

- Per il 2% da obbligazioni bancarie emesse a fronte dei mutui ipotecari concessi ad agenti e dipendenti dagli istituti bancari convenzionati con la Fondazione. Le obbligazioni, precedentemente detenute dalla Fondazione, sono state cedute al Fondo Europa Plus alla fine del 2011 unitamente agli altri asset¹⁷;
- Per il 2% da liquidità disponibile sui conti correnti bancari;
- Per il 37% dalle componenti delle note strutturate sciolte ovvero;
 - Quanto alla ex nota Flexis, oltre ai BTP sottostanti che ne rappresentavano la protezione, rimane la “Nomura OTC index option” ed il certificato “TER”;
 - Quanto alla ex nota Codeis, oltre ai BTP sottostanti che ne rappresentavano la protezione, rimane la “Società Générale OTC index option”;
 - Quanto alla ex nota CMS rimangono la partecipazione nella società Anthracite balanced company R26 LTD, la partecipazione nell'ex Four Elements Athena Fund, completamente ristrutturata dal gestore GWM¹⁸ e le “side pocket share” in via del tutto residuale;
- Per il 7% dalla partecipazione nel fondo Four elements Athena special situation, ristrutturato dal gestore GWM alla fine del 2012 e completamente rimborsato nei primi mesi del 2014, come descritto nel precedente paragrafo dedicato ai fondi Athena.

Il comparto RES Opportunity, con un fair value alla fine del 2013 di euro 421 milioni circa, è caratterizzato da una strategia di investimento focalizzata sull'immobiliare indiretto. E' composto per il 38% da bond bancari ceduti dalla Fondazione alla fine del 2011, per l'8% da liquidità disponibile sui conti correnti e per il 54% circa prevalentemente da fondi immobiliari. Nell'esercizio 2013 il fondo ha finalizzato importanti operazioni finanziarie nel Real estate di seguito brevemente descritte:

- Market central Da Vinci: l'8 agosto 2013, il veicolo lussemburghese Gioconda S.A., detenuto al 100% da Europa Plus SCA SIF tramite il suo comparto Res Opportunity, ha acquistato il 100% delle quote della società MCF s.r.l., proprietaria del parco commerciale “Market Central Da Vinci”. L'investimento e' stato finanziato da debito senior per euro 60 milioni (dalle banche Natixis e ING) ed equity per la restante parte, pari a circa euro 70 milioni, prestata da Europa Plus. Il Market Central Da Vinci e' il più grande retail park in Italia con una superficie di ca. 57.000 mq ed è situato lungo la strada principale di collegamento tra Roma e l'aeroporto Leonardo da Vinci. Il parco è affittato ai maggiori retailer internazionali tra cui Decathlon, Nike, Mediaworld, Leroy Merlin, e H&M, per un totale monte canoni annuale di circa euro 11,6 milioni. Nell'ottica di ridurre l'esposizione di Europa verso un asset singolo, di dare avvio ad una *partnership* strategica e di consentire una migliore diversificazione del rischio dell'intero portafoglio, in data 19 Dicembre 2013 è stato sottoscritto un contratto di cessione e di *joint venture* con un fondo gestito da PIMCO, primario investitore internazionale, in cui GWM manterrà il ruolo di *asset manager*. Il contratto si è perfezionato il 16 Gennaio 2014.
- Cliniche Spire: A Gennaio 2013, Europa Plus SCA SIF – Res Opportunity (“Fondo”) ha effettuato un investimento azionario di GBP 31,4 milioni su un portafoglio di 12 ospedali (ca 7.340 mq) con un contratto di locazione a 30 anni con “Spire Healthcare Limited”. Spire è il secondo operatore del Regno Unito nell'assistenza sanitaria privata (17% la quota di mercato sui posti letto nel 2012). L'investimento è in linea con le previsioni del business plan ed al 31 dicembre 2013 ha già distribuito un dividendo di circa GBP 2,2 milioni (7 % dell'investimento totale).
- Algate Tower: A Gennaio 2013, Europa Plus SCA SIF – Res Opportunity si è impegnato a fornire il 50% del totale di un finanziamento (senior financing), pari a GBP 85,5 milioni (quindi GBP 42,75 milioni corrispondenti ad euro 53,4 milioni), finalizzato alla costruzione di una torre per uffici di 29.190 mq nella parte est della City di Londra (“Algate Tower”). Il finanziamento ha durata 2,5 anni (con una opzione di estensione di 6 mesi), in linea con il previsto completamento dell'edificio e sia gli interessi maturati che il capitale sono tutti rimborsati alla scadenza. Il finanziamento sarà suddiviso in 26 rate, in linea con le necessità di Capex ed i pagamenti saranno subordinati alla verifica dei certificati di conformità dei consulenti tecnici dei finanziatori. La società finanziata è Algate Tower Investments S.à.r.l, società controllata da una joint venture di HNWI Irlandesi, tra cui Paul Coulson proprietario di Ardagh Packaging, e William Gleeson co-fondatore di Smurfit Group ora Smurfit Kappa. Secondo le stime di Cushman & Wakefield, leader mondiale nel mercato immobiliare, la torre una volta completata avrà un

1.083.470.000, pari al valore iniziale investito in note strutturate. Da ciò si può dedurre che alla predetta scadenza del 2039, al valore dei BTP si potrà aggiungere il valore, a quella data, degli altri asset che compongono il comparto capital protection.

17 Si rimanda in merito ai commenti riportati nella relazione sulla gestione al bilancio consuntivo 2011.

18 Si rimanda ai commenti riportati nella relazione sulla gestione al bilancio consuntivo 2012.