

hanno potuto beneficiare delle migliori condizioni finanziarie ed adottare politiche monetarie più espansive.

La FED ad inizio anno sembrava avesse intenzione di avviare l'aumento dei tassi nell'arco di pochi mesi a seguito dell'avvio del tapering nel 2013 (riduzione dell'acquisto dei titoli governativi), ma successivamente, con il rafforzamento del dollaro e la discesa dei prezzi del petrolio ha ritenuto di ritardare la risalita, beneficiando così i prezzi del titolo decennale, che hanno visto i rendimenti scendere di circa lo 0,8%. Gli obiettivi della FED rimangono quelli dichiarati del raggiungimento della piena occupazione associata ad una inflazione del 2%. Le aspettative sono di un moderato rialzo verso la fine del 2015.

La BCE come noto ha anticipato un programma di riacquisto titoli, sia governativi che privati, che poi di fatto al momento dell'annuncio in gennaio 2015 è stato ben più ampio delle attese. Questo ha consegnato ai mercati l'informazione che, finalmente dopo oltre 7 anni dall'inizio della crisi, l'area Euro era pronta ad affrontare il rischio deflazione e recessione con armi non convenzionali. Il programma è esteso fino a tutto il 2016, ma non è detto che, a fronte di chiari segnali di forza della ripresa e soprattutto dei prezzi, la BCE possa rimodulare il programma.

Anche la Banca Centrale Giapponese ha rinforzato il programma di acquisto titoli in ottobre a fronte di dati deludenti sulla crescita, in particolare dei consumi interni. Ad oggi l'obiettivo della Banca sembra quindi fare premio sull'espansione dei consumi piuttosto che sulla dinamica dei prezzi, che evidentemente si sposa bene con la necessità di abbassare il livello del debito reale.

In sintesi si attende un rafforzamento della crescita nei prossimi due anni con un aumento dei consumi spinto dal ribasso dei prezzi del petrolio (la stima del Fondo Monetario Internazionale indica un potenziale da 0,5% a 1% di PIL a seconda delle caratteristiche strutturali/fiscali dei singoli paesi). Permangono i rischi di un profilo di stagnazione secolare accompagnata da deflazione che pone seri problemi ai paesi con più alto debito, in particolare nell'area Euro. A questo rischio di medio-lungo termine si associa un rischio di breve termine di movimenti importanti dei prezzi degli asset finanziari, così come già visto nei prezzi di alcune valute, susseguenti all'avvio delle politiche restrittive. Il rischio dei mercati finanziari si è compresso lungo tutto il 2014 e nei primi mesi del 2015, in particolare nel mercato obbligazionario dove è arrivato a rendimenti molto bassi in termini assoluti e relativi alle medie storiche. L'azione delle banche centrali, in particolare della FED, potrebbe essere più aggressiva delle attese dei mercati.

I mercati finanziari.

Nel 2014 prosegue il trend di allocazione verso le asset class più 'rischiose', a fronte di un'erosione inarrestabile sul lato dei rendimenti obbligazionari, che vede continuare il trend sull'azionario, anche se rallentato rispetto al 2013, e vede salire l'allocazione sul real estate e sugli hedge funds.

Nei primi mesi del 2015 il Quantitative Easing, arrestatosi negli USA, è partito con enfasi in Europa, con la BCE di Draghi che ha annunciato un piano di iniziazione liquidità tramite acquisti aggressivo, che ha avuto effetti immediati sia sui rendimenti enfatizzando la tendenza, sia sull'Euro che ha raggiunto i livelli del 2003, con un inversione di tendenza iniziata a maggio (1,39) e proseguita con enfasi fino a Marzo 2015 (1,05). L'annuncio del piano, pur senza dettagli, alla fine del 2014 ha contribuito ad una risalita nel mese di dicembre delle componenti di rischio.

Il 2014 è stato l'anno nero delle materie prime, con il petrolio che ha visto il valore dimezzarsi, trascinando il valore degli attivi legati ad esse e i titoli energetici.

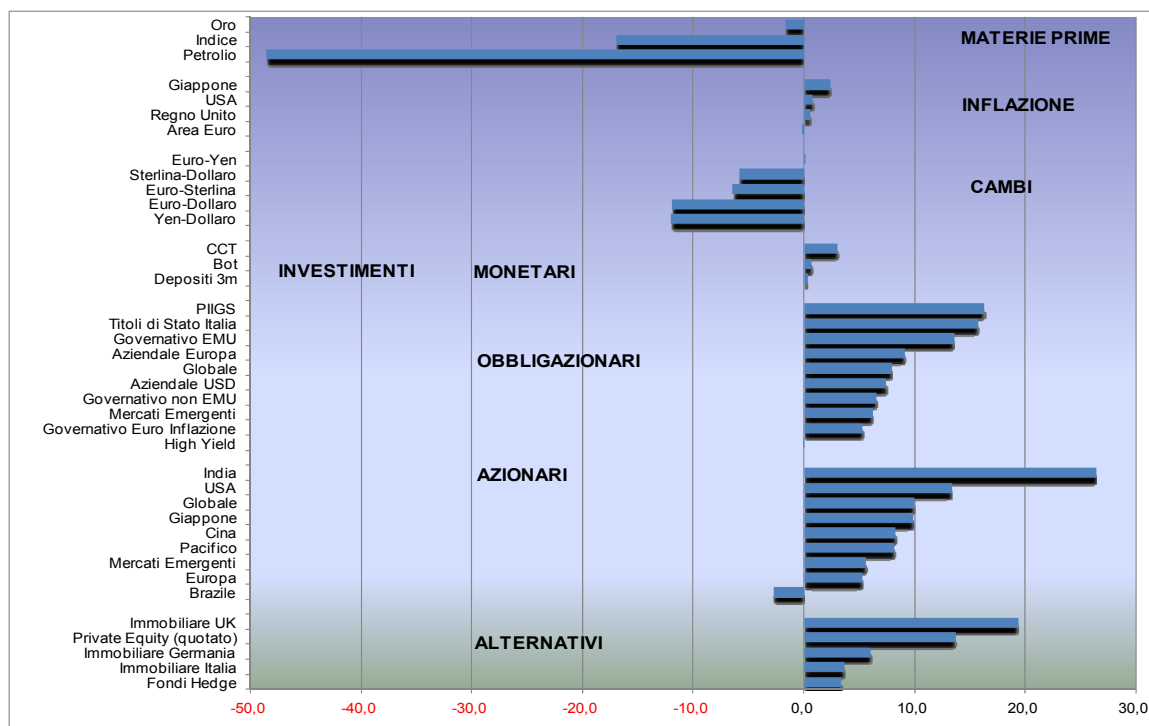
Mercati azionari

L'indice globale azionario, ha fatto registrare un progresso del +9,9%, con maggiori rialzi nei mercati sviluppati (+10,4%) rispetto ai mercati dei paesi emergenti (+5,6%), rispecchiando le maggiori prospettive di crescita e recupero dei primi rispetto ai secondi, già visto nel 2013.

In particolare il mercato statunitense (13,4%) ha performato di più rispetto all'area Pacifico (+8,2%) e all'area Euro (5,2%) grazie al netto miglioramento degli utili delle aziende.

Nell'area Euro sono sostanzialmente invariate le performance dei mercati di Italia, Francia e Germania, mentre si rileva un forte apprezzamento nel mercato spagnolo e irlandese (oltre il 13%) a fronte della caduta dei mercati del Portogallo e della Grecia intorno al -30%.

Tra i mercati emergenti la dispersione dei rendimenti va dalla Russia (-4,5%) passando per il Brasile (-2,8%) fino all'India (+26,4%).



Mercati obbligazionari

L'indice globale obbligazionario ha riportato una performance notevole (+7,9%) trainato dall'eccezionale performance del mercato Euro (+12%), dovuta al netto ribasso dei rendimenti lungo la curva.

Il rialzo dei prezzi ha riguardato un po' tutti i mercati da quello dei titoli governativi a quello dei titoli aziendali, ai titoli dei paesi emergenti. L'unico mercato rimasto indietro è stato quello dei titoli High Yield (-0,1%).

L'indice dei titoli governativi Euro è quello che ha fatto segnare la maggiore performance (+13,5%). Si nota che, a differenza dell'anno precedente, la performance ha riguardato i titoli di tutti i paesi e non solo quelli periferici, grazie al generalizzato e forte ribasso dei rendimenti sull'Euro.

In questo contesto i PIIGS hanno anche beneficiato di un ulteriore miglioramento degli spread con la Germania, segnando una performance del +16,3%, con i titoli di Stato italiani che hanno registrato una performance del +15,7%.

 Mercati dei cambi

Protagonista dell'anno è stato sicuramente il dollaro statunitense che si è apprezzato nei confronti di tutte le valute. In relazione all'andamento delle principali valute l'Euro si è indebolito quindi nei confronti del dollaro (-12%), della sterlina (-5,9%) ed è rimasto invariato nei confronti dello Yen.

 Mercati delle materie prime

Il 2014 è stato segnato dal forte ribasso dei prezzi del petrolio (quasi -50%) che si è innestato nella seconda parte dell'anno.

Il Fondo Monetario Internazionale, che lo scorso anno faceva intravedere possibili rischi di rialzo del prezzo del petrolio, ha aggiornato ad aprile 2015 il modello di lungo periodo abbassando il target da 93 dollari a barile a 73 dollari. I temi che più hanno pesato sulla discesa dei prezzi riguardano l'eccesso di offerta rispetto alla domanda, in parte dipendente da un rallentamento della crescita dei paesi emergenti ("energivori"), combinato con il miglioramento dell'efficienza energetica in tutti i settori dell'economia reale.

Il mercato del petrolio risente della struttura oligopolistica che di fatto lo rende soggetto a decisioni strategiche/politiche tese ad eliminare, come sembrerebbe, la convenienza economica delle nuove tecniche di estrazione di combustibile fossile. In definitiva allo stato attuale sono poco chiari gli interessi in gioco e gli attori che determinano le pressioni tra domanda ed offerta.

 Investimenti alternativi

L'indice del Private Equity quotato nel 2014 ha messo a segno un ulteriore allungo (+13,7%) in linea con l'indice calcolato da Cambridge sugli investimenti diretti di Private Equity in USA (+11,8%).

Indubbiamente il 2013 è stato un anno di successo per fondi di PE che con la raccolta di oltre 365 miliardi di dollari, ha segnato un nuovo massimo dal 2008.

L'indice dei Fondi Hedge dell'universo investibile segna un anno positivo (+3,4%) ma significativamente sotto le aspettative, viste le performance delle asset class tradizionali.

Positivi infine gli andamenti dei mercati immobiliari, in particolare nel Regno Unito (+19,3%) nell'Europa continentale e negli Stati Uniti (+11,6%). Positiva anche il mercato Italiano (+3,6%).

I mercati immobiliari.

JLL stima che circa \$ 700 miliardi siano stati transati sul mercato immobiliare (+20% rispetto al 2013) e che un ulteriore 10% caratterizzerà il 2015. Il quarto trimestre 2014 ha registrato un record di volumi in alcuni mercati europei, soprattutto UK, caratterizzati, nonostante i bassi livelli del costo del debito, soprattutto da investimenti di equity: questo significa anche una notevole riduzione di rischio in un mercato tradizionalmente volatile. Detta riduzione è comunque verificata soprattutto nei *core markets*: le città meno importanti e le periferie stanno cominciando solo ora a vedere investimenti istituzionali. Il mercato UK è quello che ha visto risultati intorno al 20% nell'anno, con una continua riduzione dei rendimenti che ha avuto un impulso nel 2013 e continuerà fino al 2016. La riduzione dei rendimenti a livello globale dal 2009 è stata di circa 2,4%, in linea con quella del mercato prime inglese sullo stesso periodo. La domanda sta riprendendo anche in Francia, anche sulla spinta della deflazione che sta attanagliando l'intera Europa: Ad esempio in Francia a novembre l'inflazione è scesa a -0,2%. In Spagna ed Italia il rendimento sui titoli di stato è sceso da 4% a 2%, sempre a causa della deflazione. Le previsioni 2015 per il Bund sono di rendimenti intorno allo 0,40%, che significano, di fatto, un rendimento reale negativo.

Il mercato pan-europeo ha riportato un rendimento ben al di sotto di quello UK, intorno al 10%: degno di nota è il fatto che questo tipo di rendimento, e quindi la crescita del mercato immobiliare, è più dovuto ad una discesa dei rendimenti finanziari che a motivi fondamentali quali la crescita delle locazioni, che in Europa rimane debole, salvo alcune eccezioni, ed il settore corporate sta ancora procedendo a razionalizzare i costi più che dedicarsi agli investimenti – in ripresa, ma di poco.

Dove andranno i vari mercati europei dipenderà molto dalle condizioni dell'economia interna di ciascuno. Il 2014 può essere visto come un inizio di ripresa, ma è stato molto al di sotto delle aspettative, facendo notare come le previsioni economiche convenzionali spesso si basano su analisi di tendenza che poi vengono smentite dai fatti.

In Italia, è stata segnata la miglior performance dal 2007, con volumi pari a € 5,4 miliardi (€ 4,5 miliardi nel 2013) su un minor numero di transazioni (76 contro le 79 del 2013) a testimonianza dell'incremento nella dimensione media. In aumento gli investitori istituzionali. Il retail si sta confermando il settore a maggiore contribuzione dei volumi: operazioni core rappresentano l'86% con il 75% del capitale di fonte istituzionale,

compresi gruppi di private equity. L'abbondanza di liquidità ha portato transazioni in media sopra i € 100 milioni. Il settore uffici ha mostrato un 2014 piuttosto dinamico, con una performance in linea con i volumi del 2013 che ha visto Milano in testa con € 800 milioni investiti, leggermente superiore al 2013 e il miglior numero dal 2010. Importante anche il volume degli investimenti in logistica, per circa € 340 milioni (3 volte il dato del 2013). I rendimenti sono in discesa su tutti i *prime*: sui centri commerciali ci si assesta intorno al 6%, con tendenza al ribasso. Negli uffici si va dal 4,80% di Milano, al 5,30% di Roma. Ulteriori ribassi previsti nel 2015, anche grazie alla presenza di istituzionali esteri alla ricerca di rendimento, che si trovano però un'offerta limitata che influirà sui prezzi.

L'Asset Allocation Strategica, l'Asset Allocation Tattica ed il Rischio.

La Fondazione ENPAM si è avvalsa di un consulente esterno (Iscritto all'albo CONSOB per la specifica materia) sia per la definizione della Asset Allocation Strategica (AAS), attraverso un modello di ottimizzazione basato sui rendimenti attesi, la volatilità di ciascuna classe di investimento e la matrice di correlazioni, sia per la misurazione del rischio del portafoglio che viene effettuata ex-post alla fine di ciascun trimestre.

Gli organi della Ente sono consapevoli che si possono verificare periodi con dei risultati anche negativi a causa della non prevedibilità e volatilità nel breve termine dei mercati finanziari, soprattutto quelli azionari.

L'accettazione di questa strategia, basata sulla moderna teoria di portafoglio, implica che l'orizzonte temporale di valutazione dell'investimento è di medio-lungo termine, adatto ad un fondo pensione come ENPAM che ha orizzonti di lungo periodo.

La dislocazione degli investimenti effettivi rispetto alla Asset Allocation Strategica determina la Asset Allocation Tattica (AAT) e la composizione di strumenti finanziari del portafoglio (PTF) determina il rischio effettivo del portafoglio di investimento.

L'Asset Allocation Strategica.

L' Asset Allocation Strategica approvata dalla Fondazione nel marzo 2012 ha un carattere "provvisorio" conseguente all'incertezza normativa del periodo della sua adozione: all'epoca dovevano essere ancora definiti appieno tutti gli aspetti del D. Lgs. 201/11 ("decreto Salva Italia") e la Fondazione si apprestava a completare la propria riforma previdenziale.

L' AAS viene denominata provvisoria in quanto basata su delle simulazioni attuariali provvisorie, che contenevano modifiche dei regolamenti in itinere, che differiscono oggi da quelle effettivamente risultanti alla fine del percorso normativo, conclusosi con l'approvazione da parte dell'autorità competente. Gli effetti della riforma finale non variano significativamente rispetto alle proiezioni effettuate con le simulazioni attuariali provvisorie. In particolare si evidenzia un anticipo della gobba del deficit di saldo previdenziale dal 2029 al 2027 ed un ritardo del ritorno al saldo positivo dal 2036 al 2037. Nel punto di picco il deficit previdenziale passa da circa -300 milioni di Euro a -500 milioni. Tuttavia, ipotizzando un rendimento del patrimonio del 2%, il saldo di

esercizio complessivo rimane sempre positivo toccando un minimo di circa 70 milioni di Euro nel 2032 rispetto al minimo di circa 300 milioni, sempre nel 2032.

L'analisi delle simulazioni attuariali ha quindi individuato una fase di attenzione durante la quale i saldi di cassa saranno marginalmente negativi. Il raggiungimento del rendimento obiettivo deve quindi essere completato entro tale termine, per consentire il pieno finanziamento dei saldi di cassa con i proventi della redditività del patrimonio (saldi di esercizio).

L'orizzonte temporale del portafoglio strategico è stato calcolato in 15 anni e, per motivi prudenziali, si è adottato un orizzonte temporale più breve di 10 anni. La probabilità stimata che la AAS fallisca il raggiungimento dell'obiettivo di rendimento minimo del 2% netto nell'arco di dieci anni non è superiore al 5%.

Nel corso del 2014 è stata avviata l'attività di revisione analitica delle passività che condurrà alla rielaborazione del nuovo Bilancio Tecnico e di conseguenza ad una revisione della strategia di investimento.

In particolare, come già ampiamente riportato nel paragrafo dell'Assetto Organizzativo, la Fondazione si avvarrà del nuovo Investment Advisor che verrà selezionato alla fine di una procedura di gara europea avviata nel 2014.

Nella seguente tabella è riportata la AAS provvisoria e le sue caratteristiche finanziarie, adottata dalla Fondazione nel II trimestre del 2012, per la quale sono stati stabiliti anche dei parametri di intervallo in ciascuna asset class.

Mercato di riferimento	AAS		Valori attesi nel periodo di 10 anni	
			Rendimento	Rischio
Monetario	5,0%	± 5,0%	2,0%	1,0%
Obbligazionario	41,0%	± 8,5%	4,9%	
Titoli di Stato area Euro	12,0%	± 2,5%	4,5%	5,1%
Titoli di Stato Mondo (ex Euro)	10,0%	± 2,0%	4,3%	4,8%
Titoli Paesi emergenti	2,0%	± 0,5%	7,6%	8,2%
Titoli Aziendali area Euro	9,0%	± 2,0%	5,1%	5,5%
Titoli Aziendali area USA	6,0%	± 1,0%	5,0%	5,6%
Titoli High Yield	2,0%	± 0,5%	7,1%	8,7%
Inflazione (Titoli di Stato Euro)	4,5%	± 1,0%	4,6%	5,3%
Azionario	9,0%	± 4,0%	8,6%	
Azioni Europa	3,0%	± 1,0%	8,6%	20,1%
Azioni Nord America	2,5%	± 1,0%	8,1%	19,6%
Azioni Pacifico	1,5%	± 1,0%	8,5%	21,3%
Azioni Mercati emergenti	2,0%	± 1,0%	9,4%	22,1%
Alternativi	5,5%	± 1,5%	8,8%	
Hedge Funds	3,0%	± 0,5%	7,6%	7,3%
Commodity	1,5%	± 0,5%	9,3%	20,6%
Private Equity	1,0%	± 0,5%	11,4%	23,6%
Immobiliare	35,0%	± 5,0%	4,5%	6,6%
Asset allocation Totale			5,2%	5,4%
Rendimento atteso al netto dei costi			4,6%	
Rendimento atteso netto costi e fiscalità			3,8%	
Rendimento min su 10 anni al 95% di confidenza			3,3%	
Rendimento min su 10 anni al 97% di confidenza			3,0%	

In merito alla distribuzione del rischio (RAS, Risk Allocation Strategica) della strategia si evidenzia complessivamente una allocazione equipesata tra le tre principali asset class (Obbligazionario, Azionario e Immobiliare), mentre rimane marginale il contributo degli alternativi finanziari.

Asset	AAS	AAT	RAS
Obbligazionario	50,5%	±14,5%	25,3%
<i>Monetario</i>	5,0%	±5%	0,1%
<i>Obbl. Governativo</i>	28,5%	±6,0%	12,7%
<i>Obbl. Corporate</i>	17,0%	±3,5%	12,5%
Azionario	9,0%	±4%	29,6%
Alternativi	5,5%	±1,5%	7,9%
Immobiliare	35,0%	±5%	37,3%

Gli investimenti di un ente di previdenza come la Fondazione Enpam, alla luce dei sistemi previdenziali attuali fortemente sensibili in termini di sostenibilità e adeguatezza all'andamento del mercato del lavoro, devono anche considerare aspetti non secondari come l'impatto economico, di sistema ed occupazionale degli investimenti. Infatti la tenuta nel lungo periodo del sistema pensionistico dipende anche dalla crescita dei contributi che dipende dallo sviluppo del lavoro medico e odontoiatrico.

Pertanto oltre ai tradizionali parametri che guidano l'asset allocation strategica e tattica, il Consiglio di Amministrazione dell'Ente ha ritenuto necessario considerare l'impatto economico indiretto sul settore di riferimento e sull'occupazione degli investimenti promossi.

La Fondazione ha quindi deciso di indirizzare, all'interno della AAS predeterminata tempo per tempo, fino al 5% del proprio patrimonio in investimenti aventi carattere strategico per i fini istituzionali (*mission related*) secondo i seguenti elementi:

- interesse strategico legato alla crescita delle Professioni Mediche e Odontoiatriche, al Sistema Sanitario Nazionale, alla solidità finanziaria dello Stato Italiano;
- limite massimo del 5% dell'attivo patrimoniale;
- iniziative di investimento nelle classi Obbligazionario, Azionario, Immobiliare, Private Equity;
- deviazione dai principi finanziari di diversificazione e ottimizzazione di portafoglio.

Tali investimenti rientrano nel cd. **Portafoglio Istituzionale** e devono rispettare i seguenti requisiti minimi:

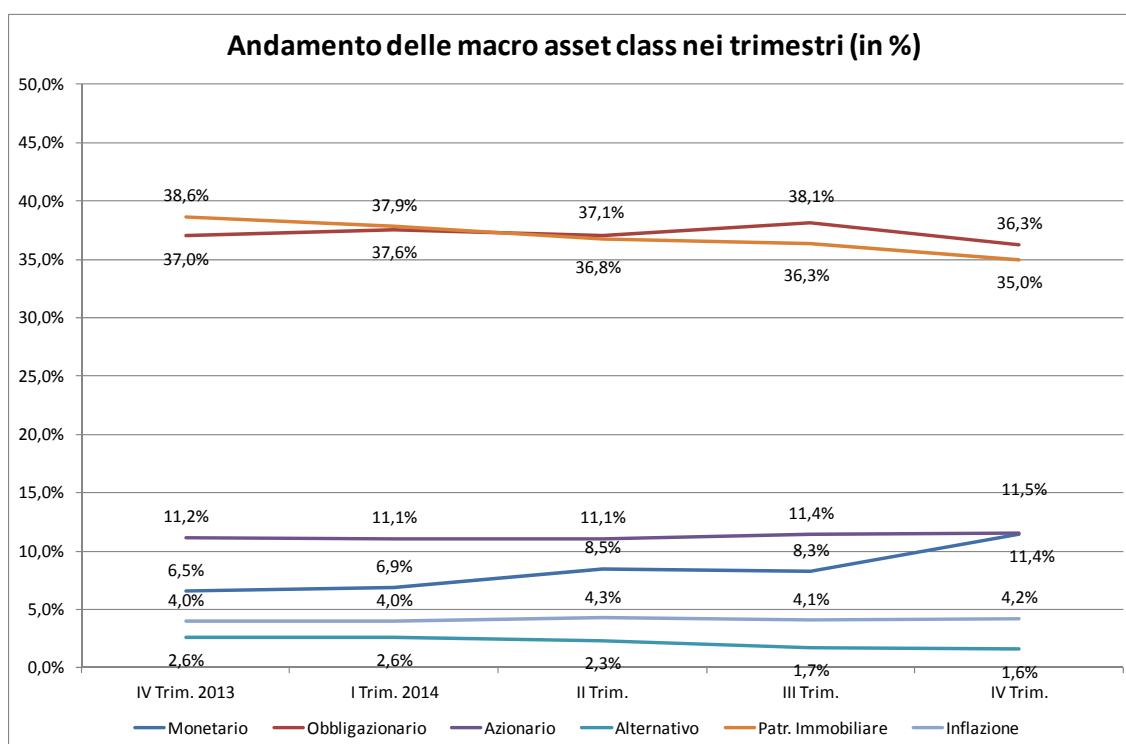
- Rendimenti netti potenziali almeno positivi;
- Rischio in linea a quello di riferimento della asset class o sotto comparti della stessa;
- Obiettivi non finanziari dichiarati.

L' Asset Allocation Tattica.

Il grafico seguente riporta la distribuzione percentuale degli investimenti patrimoniali nel corso del 2014 alla fine di ciascun trimestre così da poter evidenziare le principali tendenze nei diversi comparti di investimento.

Il grafico evidenzia come, nel corso dell'anno, sono variati i pesi percentuali nei comparti ed in particolare rileva l'aumento della esposizione al comparto monetario, attraverso investimenti diretti in titoli di Stato a breve termine e in depositi vincolati a 3 mesi per circa Euro 725 milioni, al limite dell'intervallo di AAT, e al comparto azionario. Durante l'anno, come si vedrà dal dettaglio degli apporti, sono stati investiti circa Euro 1,14 miliardi, sia nei mandati indicizzati sia nei mandati attivi, e circa 150 milioni nel comparto immobiliare.

I pesi sono stati calcolati in base al valore di mercato degli attivi.



Gli apporti ai mandati sono stati realizzati in fasi successive nel corso del 2014 al fine di tendere sempre più verso il portafoglio effettivo alla AAS deliberata, proseguendo il percorso di riallineamento avviato nel 2012, tenendo conto ovviamente di alcune scommesse tattiche.

Nella tabella successiva si nota l'effetto complessivo delle attività di investimento in termini di scostamento del Portafoglio di Investimento complessivo dalla Asset Allocation Strategica deliberata.

Scostamenti da Asset Allocation Strategica del trimestre					
Asset Class	2013 IV	2014 I	2014 II	2014 III	2014 IV
MONETARIA	1,9%	1,9%	3,5%	3,3%	6,4%
OBBLIGAZIONARIA	-3,4%	-3,4%	-3,9%	-2,9%	-4,7%
Titoli di Stato area Euro	0,9%	0,9%	1,5%	2,2%	-1,3%
Titoli di Stato Mondo (ex Eu	-2,3%	-2,3%	-2,8%	-2,4%	-2,5%
Titoli Paesi emergenti	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,8%
Titoli Aziendali area Euro	0,1%	0,1%	-0,5%	-0,6%	-0,3%
Titoli Aziendali area USA	-2,0%	-2,0%	-1,9%	-1,7%	-0,3%
Titoli High Yield	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
INFLAZIONE	-0,5%	-0,5%	-0,2%	-0,4%	-0,3%
AZIONARIA	2,1%	2,1%	2,1%	2,4%	2,5%
Azioni Europa	1,1%	1,1%	1,0%	1,1%	1,1%
Azioni Nord America	0,6%	0,6%	0,7%	1,0%	1,2%
Azioni Pacifico	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Azioni Mercati emergenti	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
ALTERNATIVI	-2,9%	-2,9%	-3,2%	-3,8%	-3,9%
Hedge Funds	-1,4%	-1,4%	-1,7%	-2,3%	-2,1%
Commodity	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-1,1%
Private Equity	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,7%
IMMOBILIARE	2,9%	2,9%	1,8%	1,3%	0,0%
TOTALE	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

La tabella evidenzia sostanzialmente le principali scommesse tattiche nel portafoglio dell'Ente:

- sottopeso nel comparto titoli di stato mondo ex-Euro, parzialmente ridotto rispetto allo scorso anno;
- sovrappeso di azionario, che continua dal 2013;
- sovrappeso nel comparto monetario finalizzato alla riduzione complessiva del rischio di tasso attuato nel corso del 2014, in particolare nell'ultimo trimestre.

Il Rischio del portafoglio.

Il Valore a Rischio (VAR) del **portafoglio finanziario complessivo** alla fine del 2014, secondo le analisi del Risk Advisor, è di circa il 3,15% (base mensile al 99mo percentile) ed è in linea con quello del benchmark, che è del 3,10%. Durante l'anno si è evidenziato un netto trend di riduzione del VAR.

Il VAR in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 360 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 360 milioni con una probabilità dell'1%.

Il VAR del **portafoglio obbligazionario**, compresa la liquidità, che alla fine del 2014 pesa per il 48% del portafoglio complessivo e il 73% del portafoglio mobiliare, è di circa il 2,42% ed è inferiore a quello del benchmark, che è del 3,40%. Il dato è in riduzione rispetto allo scorso anno in quanto, come già evidenziato dalle scelte tattiche, è aumentata la componente monetaria in funzione della scelta di ridurre il rischio di tasso di interesse.

Il VAR obbligazionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 200 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 200 milioni con una probabilità dell'1%.

Il VAR del **portafoglio azionario**, che alla fine del 2014 pesa per l'11,3% del portafoglio complessivo il 17,3% del portafoglio mobiliare, secondo le analisi del Risk Advisor è di circa l'11,9%, in diminuzione nell'anno, inferiore al benchmark che rileva il 12,2%.

Il VAR azionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 240 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 240 milioni con una probabilità dell'1%.

La performance totale del Portafoglio.

Rimandando per il dettaglio dell'analisi dei contributi al rendimento del portafoglio al documento informativo dell'Area Patrimonio, si vuole qui evidenziare il rendimento complessivo finanziario del portafoglio di investimento e delle sue macro aree, sia in termini assoluti sia in termini relativi alla strategia di investimento adottata.

Si vuole innanzitutto precisare che i dati qui considerati stimano il rendimento mark to market che è dato, oltre che dai proventi che rilevano contabilmente, anche dai plusvalori extra contabili come le plusvalenze sull'attivo circolante e immobilizzato e le minusvalenze nell'immobilizzato. Infatti si ricorda al lettore che i principi contabili nazionali, ispirati al criterio della prudenza del minore tra costo e mercato, non consentono di iscrivere le plusvalenze non realizzate oltre il costo storico, mentre obbligano a rilevare le minusvalenze non realizzate, e permettono di non rilevare le minusvalenze dell'immobilizzato a meno di una perdita durevole di valore.

In particolare nel 2014 il rendimento di mercato del portafoglio è stato sostanzialmente superiore all'andamento del benchmark della Asset Allocation Strategica, evidenziando contributi positivi derivanti da tutte le principali macroaree.

Stima del rendimento del patrimonio mark to market al netto degli oneri di gestione e lordo della tassazione

Portafoglio (Mil. di Euro)	2014			
	Valore di Mercato	Peso%	Performance	AAS
Portafoglio Totale	17.281	100%	6,5%	5,8%
Tesoreria	878	5%	0,7%	0,4%
Portafoglio Immobiliare	5.974	35%	3,9%	3,6%
Portafoglio Finanziario	10.429	60%	8,5%	7,2%

Per quanto riguarda il benchmark strategico si rileva che complessivamente negli ultimi due anni ha consegnato un rendimento medio annuo in linea con quello atteso.

Rendimento del benchmark strategico della Fondazione

Rendimento della AAS	
2012	6,9%
2013	3,3%
2014	5,8%
medio per anno	5,3%

In termini comparativi con l'inflazione, che ricordiamo è stata dell'1% annuo in Italia negli ultimi tre anni, il rendimento reale si attesta al 4,3%.

Rispetto al tasso di rendimento del patrimonio (2%) programmato nelle simulazioni attuariali della riforma dei regolamenti, l'eccesso di rendimento è dell'3,3%.

In termini di attivo patrimoniale valutato a mercato si stima un ammontare di circa 17,3 miliardi di Euro che, paragonato al valore contabile delle attività di investimento pari a 15,3 miliardi di Euro, evidenzia un plusvalore netto latente di 2 miliardi di Euro, distribuito tra circa 700 milioni del Portafoglio Finanziario e 1,3 miliardi del Portafoglio Immobiliare.

Il patrimonio netto di bilancio ammonta a 16,1 miliardi di Euro e quindi, se valutato in termini di mercato, si attesta oltre i 18 miliardi di Euro.

Il valore di patrimonio netto contabile è superiore a quello proiettato a fine 2014 nelle simulazioni della riforma approvata che è di 15, 8 miliardi di Euro, il che consente di avere un ampio cuscinetto di protezione per eventuali andamenti negativi di mercato.

Il portafoglio finanziario.

La valutazione della performance finanziaria del portafoglio è complessa e, ad eccezione delle gestioni in delega per le quali si hanno dati di performance calcolati sia dai gestori che dalla banca depositaria, il resto viene calcolato dagli struttura interna.

In particolare si stima una performance finanziaria complessiva del 2014 dell'8,5% (netto costi lordo imposte) che è paragonato positivamente al benchmark strategico che ha segnato il +7,2%.

Volendo riassumere per il solo portafoglio finanziario (escluso immobiliare) abbiamo quindi:

Performance 2014	PTF	AAS	AAT	Excess Return	<i>di cui AAT</i>	<i>di cui Selezione</i>
Portafoglio Finanziario	8,5%	7,2%	7,3%	1,3%	0,1%	1,2%

Nel corso dell'anno le allocazioni tattiche hanno contribuito marginalmente per un +0,1%. In particolare il sottopeso medio Governativo e Corporate ex-euro hanno contribuito negativamente, controbilanciato dal contributo del sovrappeso nel governativo Euro, che ha performato molto bene. Decisivo il contributo positivo del sottopeso nelle *commodities*.

Il maggior contributo in termine di selezione, sia assoluto che relativo, è pervenuto dai titoli strutturati e dai titoli di Stato, come è accaduto negli scorsi due anni, in linea con quanto rilevato nella relazione sull'andamento dei mercati.

A livello complessivo del portafoglio in delega di gestione, sono stati effettuati investimenti per circa 1,1 miliardi di Euro. I conferimenti sono avvenuti nel corso dell'anno, come già anticipato, cercando di equilibrare le esposizioni ai diversi comparti della AAS.

In linea con il percorso avviato negli scorsi esercizi, è proseguita l'attività di razionalizzazione ed efficientamento le attività di investimento nel solco dei principi volti 1) a ampliare la gestione in delega presso selezionati operatori abilitati all'esercizio della Gestione di Portafoglio e 2) ad allineare i portafogli alla strategia di investimento deliberata dagli Organi.

Conferimenti al Portafoglio in delega di Gestione			
Attività conferita	Gestori Attivi	Gestori Indicizzati	Totale
<i>Liquidità</i>	295,0	310,0	605,0
Titoli	86,6	449,9	536,5
Totale	381,6	759,9	1.141,5

In particolare nel 2014 si sono realizzate:

- la revisione della componente attiva del portafoglio in delega mediante l'allineamento delle linee guida delle precedenti GPM (Gestioni Patrimoniali Mobiliari) ai parametri di riferimento dell'AAS;
- la semplificazione del portafoglio OICVM attraverso il conferimento degli ETF ai gestori indicizzati.

Gli interventi hanno permesso di raggiungere l'obiettivo di ricondurre diverse tipologie d'investimento del portafoglio a quelle declinate all'interno dell'AAS, registrando, al contempo, sia un miglioramento nella qualità della gestione che un significativo risparmio. Gli uffici hanno stimato una riduzione di costi di gestione per il portafoglio Gestori Attivi da 0,38% a 0,24% annui sulla massa gestita, mentre nella operazione di efficientamento il costo sulla massa conferita è sceso da 0,40% a 0,05% annuo, mantenendo l'esposizione ai sottostanti invariata.

Nel corso del 2014, infine, la Fondazione ha accentrato tutti gli strumenti finanziari presso la BNP Securities Services Milano nell'ambito del contratto in essere di Banca Depositaria, a meno di poche eccezioni tecniche riguardanti fondi di Private Equity e Fondi Immobiliari.

Per quanto riguarda le procedure di investimento è stato dato avvio alla procedura di selezione di Gestori attivi specializzati nel segmento Global Equity e Global Bond. La formalizzazione della procedura avverrà nel corso del 2015.

Le procedure di investimento formalizzate sono state utilizzate per investire nel mercato monetario 725 milioni di Euro. In particolare sono stati investiti:

- 500 milioni in asta del Bot annuale di fine 2014 attraverso la competizione tra 5 operatori Specialisti in titoli di Stato;
- 225 milioni presso primarie banche italiane selezionate tra le prime 25 per attivo patrimoniale, in competizione sul tasso offerto aggiustato per il rischio controparte.

Alla fine dell'esercizio 2014, l'Attivo Patrimoniale afferente al portafoglio finanziario risulta così distribuita nelle diverse componenti:

Esercizio 2014 Portafoglio Finanziario	ATTIVO CIRCOLANTE			ATTIVO IMMOBILIZZATO			TOTALE		
	Bilancio 2014	Plus/Minus da valutazione	Totale valorizzazione	Bilancio 2014	Plus/Minus da valutazione	Totale valorizzazione	Bilancio 2014	Plus/Minus da valutazione	Totale valorizzazione
Titoli di Stato *	937.327.284	28.939.653	966.266.936	900.677.345	97.076.344	997.753.689	1.838.004.628	126.015.996	1.964.020.625
Altri Stati	2.687.095.302	90.277.645	2.777.372.947	-	-	-	2.687.095.302	90.277.645	2.777.372.947
Titoli obbligazionari **	970.316.324	22.461.060	992.777.384	2.097.434.813	205.304.712	2.302.739.524	3.067.751.136	227.765.771	3.295.516.908
O.i.c.v.m.	623.789.213	62.495.435	686.284.648	-	-	-	623.789.213	62.495.435	686.284.648
Azioni	1.280.323.093	166.291.074	1.446.614.167	100.950.550	8.038.201	108.988.751	1.381.273.643	174.329.275	1.555.602.918
Partecipazioni in fondi di private equity	-	-	-	51.110.534	21.494.592	72.605.126	51.110.534	21.494.592	72.605.126
Contratti assicurativi	-	-	-	56.581.482	2.059.000	58.640.482	56.581.482	2.059.000	58.640.482
Depositi Vincolati	225.000.000	-	225.000.000	-	-	-	225.000.000	-	225.000.000
Liquidità di conto corrente	695.115.946	-	695.115.946	-	-	-	695.115.946	-	695.115.946
Ratei obbligazionari ***	37.835.230	-	37.835.230	17.397.128	-	17.397.128	55.232.358	-	55.232.358
Operazioni Copertura Cambi	- 62.145.239	-	- 62.145.239	-	-	-	- 62.145.239	-	- 62.145.239
TOTALE	7.394.657.151	370.464.867	7.765.122.018	3.224.151.851	333.972.848	3.558.124.699	10.618.809.003	704.437.715	11.323.246.717

* In questa voce nell'attivo immobilizzato sono compresi anche i ratei su scarti di emissione (€ 138.099.114)

**in questa voce nell'attivo immobilizzato nel valore di bilancio sono compresi i crediti p/ristrutturazione titoli (€ 52.876.653), i ratei su scarti di emissione (€ 2.543.254,21). Nella valorizzazione totale sono comprese le relative plus (€ 5.912.662) sui crediti p/ristrutturazione al loro valore effettivo.

*** In questa voce nell'attivo immobilizzato sono compresi i ratei attivi delle cedole dei Titoli di Stato (€ 2.506.849) e dei Titoli obbligazionari (€ 4.749.106), nonché dei proventi a lunga scadenza dei Titoli Obbligazionari (€ 10.141.173).

Il portafoglio immobiliare

La valutazione della performance finanziaria del settore immobiliare viene effettuata considerando le differenze gestionali che attengono ai due comparti, diretto e indiretto.

La componente diretta viene valutata considerando tutte le entrate ricevute, nell'esercizio, pertinenti ai cespiti di proprietà, sia che essi siano canoni di locazione attivi, o commissioni ricevute da Enpam Real Estate in relazione a detti cespiti, quali la commissione ricevuta sulla componente alberghiera data in usufrutto da Enpam, gli interessi sui finanziamenti estesi da Enpam nonché l'utile di esercizio di Enpam Real Estate.

Sulla componente indiretta si valuta la differenza di valore delle quote dei fondi detenuti - neutralizzando l'impatto di richiami e rimborsi effettuati/ricevuti nell'esercizio - unitamente ai proventi ricevuti sotto forma di dividendi previsti per competenza.

In quest'ottica si stima una performance finanziaria complessiva del 2014 pari al 3,9% (netto costi lordo imposte) che è paragonato positivamente ad entrambi i benchmark immobiliari presi a riferimento del mercato italiano – senza distinguere tra strategie sottostanti o strategie d'uso - che hanno segnato rispettivamente nel caso del benchmark IPD +3,6%, e nel caso del benchmark INREV 2,2%.

Il maggior contributo è arrivato dalla componente indiretta, con una performance del portafoglio inclusivo dei fondi immobiliari, della partecipazione nel Campus Biomedico e, per Enpam Real Estate considerando solo il valore dell'utile, pari a 6,06%;

detta performance complessiva vede valori diversificati a seconda della tipologia dei fondi e delle strategie d'uso dei cespiti in essi contenuti, con una predominanza reddituale dei Fondi Core con cespiti ad uso direzionale e commerciale. Sul portafoglio diretto la performance è del 2,1%.

Nel corso dell'esercizio la Fondazione ha visto nuovi investimenti indiretti – in termini di nuovi richiami al lordo di rimborsi e nuove sottoscrizioni - per circa € 165 milioni, mentre sul portafoglio diretto ha visto l'apporto di un immobile ad un fondo e la vendita di 4 complessi immobiliari a Roma.

In linea con il percorso avviato negli scorsi esercizi, è proseguita l'attività di razionalizzazione della componente immobiliare che nel corso dell'esercizio è scesa al di sotto del limite del 35% di patrimonio fissato dall'AAS provvisoria del 2012, attestandosi al 34,9%.

Per un commento più dettagliato si rinvia ai contenuti della relazione sulla Gestione del patrimonio e degli investimenti in allegato.

ASSETTO ORGANIZZATIVO – PRINCIPALI EVENTI DEL 2014

Nel corso del 2014, la Fondazione ha dato corso con delibera di Consiglio datata 23 maggio, ad un bando di gara per la selezione del ruolo di Investment Advisor, in fase di conclusione nei giorni di redazione del presente documento.

Dopo la nomina del Risk Advisor avvenuta nel 2014, con delibera di Consiglio del 14 febbraio, esperita la gara nel 2013, con la definizione dell'Investment Advisor viene completato il processo di Governance delineato dal Professor Mario Monti nel 2011.

Si ricorda infatti che già dal 2011, con successive delibere di CdA del 24 Giugno e del 29 Luglio, la Fondazione ha provveduto ad una riorganizzazione della Governance degli investimenti in sintonia con le indicazioni fornite dal Professor Mario Monti ed ha disposto che:

- L'Asset Allocation Strategica venga approvata dal Consiglio di Amministrazione su proposta del Chief Investment Officer e del Direttore Generale e di un advisor dedicato⁵
- L'Unità Valutazione Investimenti Patrimonio (UVIP) proponga l'Asset Allocation Tattica, vigili sugli investimenti, selezioni i gestori proposti dalla struttura con l'aiuto di un *advisor*; il Consiglio di Amministrazione deliberi sulle proposte dell'UVIP;
- Il Risk Advisor è esterno, vigila sul portafoglio e riferisce direttamente all'UVIP ed al Consiglio di Amministrazione.

⁵ Come già accennato, si ricorda che nei primi mesi del 2014 la Fondazione ha avviato la procedura per la selezione dell'Investment Advisor, che è il soggetto che ricoprirà nello specifico questo ruolo.

Già nel 2011 quindi, la Fondazione ha prontamente attuato le scelte adottate con:

- la costituzione dell'UVIP e la nomina di tutti i suoi membri;
- la modifica della struttura: Area Gestione Patrimonio (ora Area Patrimonio) e Chief Investment Officer
- la nomina del Risk Advisor esterno.

Informazioni concernenti l'ambiente ed il personale

La Fondazione, nell'espletamento della sua attività, non ha causato alcun danno all'ambiente e non ha ricevuto né sanzioni o pene inflitte per reati o danni ambientali.

Relativamente al personale va segnalato che non ci sono stati infortuni gravi sul lavoro che hanno comportato lesioni ai dipendenti iscritti nel libro matricola per i quali sia stata accertata una responsabilità aziendale, tantomeno non risultano addebiti in ordine a malattie professionali su dipendenti o ex dipendenti e cause di mobbing per cui la Fondazione sia stata dichiarata responsabile.

Nel corso dell'anno 2014, grazie ad una buona rete di relazioni sindacali interne, è stato siglato tra la Fondazione e le Organizzazioni Sindacali un importante ed articolato accordo integrativo aziendale che ha modificato notevolmente il sistema indennitario, introducendo le logiche di budget anche per l'identificazione delle indennità per particolari e qualificati incarichi, rivedendo alcune indennità già utilizzate e prevedendone diverse a fronte di responsabilità aggiunte e sopravvenute, anche alla luce di recenti normative.

Tale accordo ha altresì rivisitato il sistema di *compensation management*, per eliminare le criticità rilevate alla fine del periodo di sperimentazione del sistema, in particolare per la parte che riguarda la valutazione delle *best performance*.

In merito ai programmi formativi, si è raggiunta una maggiore strutturazione della formazione come leva strategica per il personale della Fondazione con pianificazione e monitoraggio dell'efficienza e dell'efficacia della formazione stessa.

Accanto alla formazione tradizionale in aula, si è collocata la formazione/autoformazione on-line capillarmente distribuita al personale, grazie alla costruzione e realizzazione della piattaforma *elearning Noienpam*, con notevoli ricadute in termini di risparmio economico, essendo la stessa, oltre che progettata e tenuta internamente da personale in forza alle Risorse Umane, è fruita direttamente dalle postazioni lavorative senza costi aggiunti per docenze esterne, per spostamenti, ecc.. Dunque i benefici sono sia per il lavoratore sia per l'azienda.

Nel corso del 2014 sono stati effettuati passaggi di livello retributivo superiore non attuati mediante automatismi, ma a seguito di un iter procedurale selettivo e della valutazione dei dipendenti da parte dei Dirigenti responsabili. I riconoscimenti economici hanno interessato n. 47 risorse umane.