

Nel dettaglio dell'andamento dei singoli titoli emergono i maggiori e minori contributori del 2014:

n.	Isin	Descrizione Investimento	VALORE NOMINALE	2014	Rendimento da inizio (p.a.)
1	XS0187723969	CORSAIR FINANCE ABBACUS SIM	10	29,6%	0,8%
2	XS0275159167	EIRLES TWO 10Y EUR MOMENTUM	91	25,1%	1,7%
3	XS0279156714	TER FINANCE Frn (JERSEY) SERIES 3	91	25,1%	1,0%
4	XS0254468019	CORSAIR FINANCE SPI ROTATOR	74	21,5%	1,5%
5	XS0206078825	XELO II "CAMELOT" LECCE	90	21,2%	1,4%
6	XS0163367187	TER FINANCE 1.17 z.c.	40	18,4%	3,1%
7	XS0261262157	ABN AMRO Reverse Coupon Note Linked	70	17,4%	1,6%
8	XS0273975499	JP MORGAN 10Y RANGE ACCRUAL	10	16,3%	2,2%
9	XS0153118608	TER FINANCE HEDGE FUND 1.11	30	15,9%	3,6%
10	XS0285465729	BARCLAYS BANK PLC 12Y USD	5	15,3%	3,4%

Ancora si evidenzia nel 2014 la notevole ripresa di valore dei titoli contenenti CDO, ripresa dovuta all'apprezzamento delle componenti di copertura che sono i titoli BTP e BEI zero coupon a lunga scadenza.

n.	Isin	Descrizione Investimento	VALORE NOMINALE	2014	Rendimento da inizio (p.a.)
1	XS0343171608	FORTIS Capital Protected Notes	30	1,6%	0,4%
2	XS0233693463	MERRILL LYNCH PROTECTED	15	1,4%	1,8%
3	XS0294986103	JP MORGAN 9Y TARN SPI Note	20	1,0%	1,6%
4	XS0181479394	TER FINANCE B.V. 1.15	50	0,9%	2,7%
5	XS0235773644	TER FINANCE FRN	100	0,8%	0,3%
6	XS0126129666	BANQUE ET CAISSE D' EPARGNE	25	0,6%	3,8%
7	XS0212765704	CLASS DBLCI-MR ER NOTE	50	0,6%	4,6%
8	XS0248828450	MEDIOBANCA KAIROS	20	0,2%	0,1%
9	XS0172778713	CREDIT LYONNAIS DFD	40	0,1%	1,9%
10	XS0274130136	GOLDMAN SACHS CPPI	35	-2,0%	0,3%

Dettaglio CDO.

I titoli obbligazionari strutturati legati a portafogli di Cdo avevano originariamente un nozionale complessivo di euro 446,5 milioni. A fine 2013 il valore del nozionale complessivo dei Cdo è passato ad euro 431.500.000, a seguito della scadenza del titolo Eirles 337 XS0355923342 euro 15 milioni avvenuta a febbraio dello stesso anno.

Nelle operazioni di ristrutturazione del 2010, finalizzate alla riduzione del rischio intrinseco e alla garanzia del capitale nominale, sono stati apportati valori in liquidità e titoli per 319,8 milioni per l'intero portafoglio, comprensivo del titolo scaduto nel 2013.

La gestione dei CDO è diventata di tipo dinamico ed è stata affidata a due gestori attivi specializzati nel settore del credito: CQS e PVE. L'obiettivo della loro gestione è ridurre il livello di rischio dei portafogli CDO nel modo più efficiente possibile, e produrre quindi l'aumento del valore dei CDO stessi. Il portafoglio è inoltre soggetto al controllo indipendente e al monitoraggio da parte della Mangusta Risk nel ruolo di Risk Assessment Agent.

Il valore stimato del portafoglio CDO a dicembre 2014 è pari ad euro **765,0 milioni**. Questo valore comprende le seguenti componenti:

- **i portafogli CDO** gestiti attivamente, per un valore pari ad euro **+410,96 milioni**;
- **la liquidità** che residua dal flusso inizialmente conferito al momento della ristrutturazione, pari ad euro 148,5 Milioni. Di tale flusso, una quota pari a 95,6 milioni è stata inizialmente impiegata sia per acquisire i nuovi portafogli CDO sia per accantonare l'importo destinato al pagamento delle commissioni di gestione per i due manager CQS e PVE e per il Risk Assessment Agent fino alla scadenza delle note. La differenza, pari ad euro 52,9 milioni, rappresentava la liquidità ancora a disposizione dei manager dei CDO per la loro attività di gestione dinamica. Questo valore oggi è salito ad euro **+58,8 milioni**, ciò vuol dire quindi che nel corso del tempo l'attività dei gestori piuttosto che assorbire nuova liquidità ne ha prodotta di nuova.;
- **i titoli BEI e BTP strip** inseriti a garanzia all'interno di alcune note. Essi, pur facendo parte delle note stesse e contribuendone al valore, sono completamente segregati, hanno quindi il proprio andamento di mercato, e sono indipendenti dall'andamento dei Cdo. A dicembre 2014 essi avevano i seguenti valori:
 - BEI euro 67.900.000 XS0411137317 all'interno della nota Corsair 6.12 XS0254468019, euro **+113,9 milioni**;
 - BTP euro 91.000.000 IT0001312773 all'interno della nota Eirles Two 309 XS0275159167, euro **+60,1 milioni**;
 - BTP euro 91.000.000 IT0001312773 all'interno della nota Ter Finance Frn (Jersey) Limited Series 3 XS0279156714, euro **+60,1 milioni**;
 - BTP euro 90.500.000 IT0001312773 all'interno della nota Xelo II Camelot XS0206078825, euro **+59,7 milioni**.
- **altre componenti di valore** per complessivi euro **+19,4 milioni**:
 - l'opzione cedolare fissa a scadenza, pari al 10% del valore nominale del titolo Xelo Camelot XS0324333086;
 - il fondo hedge Entrust per la nota Ter Fin sr 2 254 20/12/2016 XS0259719572, che verrà liquidato alla scadenza del titolo e che ha registrato una performance

dello 0,63% nel corso dell'esercizio e dell'11,31% since inception, come riportato nella sezione riservata ai fondi hedge;

- altre opzioni variabili rispettivamente presenti nei titoli Corsair 6.11 20/03/2016 XS0243385688, Corsair 6.12 20/02/2029 XS0254468019, Ethical Cdo 20/03/2016 XS0238703390, Eirles 309 01/11/2029 XS0275159167.

➤ **commissioni per euro -18 milioni:**

- commissioni di performance dovute in futuro ai Gestori sulla base dei risultati complessivamente prodotti e stimate alla chiusura dell'esercizio (-23, 3 milioni);
- accantonamento per commissioni future, pari ad euro (+5,3 milioni).

In dettaglio i risultati prodotti dai CDO sono riepilogati nella seguente tabella:

CDO (valori in milioni di Euro)	Scadenza	Costo	Valore di mercato	2014		Da inizio investimento	
				Cedole	Rendimento	Cedole totali	Rendimento annuo
CDO		749,7	765,0	1,6	16,7%	32,7	0,7%
XS0243385688 CORSAIR FINANCE No.6 Ltd Rotating SPI Basket	20/03/16	32,2	32,2	0,3	8,6%	2,8	0,9%
XS0238703390 ETHICAL CDO I SERIES 5 2005 - 20/03/2016	20/03/16	32,2	32,6	1,3	1,6%	3,5	1,3%
XS0259719572 TER FINANCE Fm (JERSEY) LIMITED	20/12/16	75,2	67,1	-	6,1%	3,8	-0,7%
XS0324333086 XELO PUBLIC LIMITED COMPANY 20/12/2017	20/12/17	166,2	139,1	-	8,3%	14,2	-1,1%
XS0254468019 CORSAIR FINANCE SPI ROTATOR ON S&P	20/02/29	171,7	189,2	-	21,5%	6,4	1,5%
XS0275159167 EIRLES TWO 10Y EUR MOMENTUM CPPI	01/11/29	91,4	103,1	-	25,1%	2,1	1,7%
XS0206078825 XELO II "CAMELOT" 1/11/2029 LECCE	01/11/29	90,3	103,4	-	21,2%	-	1,4%
XS0279156714 TER FINANCE Fm (JERSEY) LIMITED	12/11/29	90,5	98,3	-	25,1%	-	1,0%

Il valore complessivo medio dei soli portafogli Cdo è passato dal 28,47% alla data di ristrutturazione, al 95,24 a dicembre 2014.

Portafoglio in Gestione Indiretta: euro 6,5 miliardi

Mandati in delega di gestione (Gestioni Attive e Passive): euro 6 miliardi

Nel corso del 2014 l'Ente ha proseguito il progetto di revisione del portafoglio mobiliare al fine di attuare la graduale e progressiva convergenza del portafoglio verso l'Asset Allocation Strategica (AAS) di lungo periodo.

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:

- La revisione del portafoglio in delega è avvenuta tramite una rivisitazione delle linee guida contrattuali e delle risorse in gestione (nuovi apporti e conferimenti) 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 dell'esercizio quindi sono stati effettuati conferimenti per circa 1,142 milioni di euro nei mandati in delega di gestione: nuovi investimenti per 605 milioni (53%) e conferimenti di strumenti finanziari per circa 537 milioni (46%). Si riepiloga di seguito il dettaglio delle operazioni di conferimento:

Conferimenti al Portafoglio in delega di Gestione (milioni di Euro)			
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

La revisione della **componente attiva** del portafoglio in delega è avvenuta mediante l'allineamento delle linee guida delle precedenti GPM (Gestioni Patrimoniali Mobiliari) ai parametri di riferimento dell'AAS, con l'obiettivo di evidenziare le maggiori capacità dei gestori in termini di selezione titoli e allocazione tattica tra obbligazionario e azionario.

Nel dettaglio, sono state ridefinite tre diverse tipologie di mandato in base alle caratteristiche e specializzazioni dei singoli gestori attivi presenti in portafoglio:

- a. Obbligazionario Area Euro (50% Monetario e 50% Obbligazionario Area Euro);
- b. Bilanciato Area Euro (70% Obbligazionario Area Euro e 30% Azionario Area Euro);
- c. Bilanciato Globale (35% Obbligazionario Area Euro, 35% Obbligazionario Area ex Euro, 15% Azionario Europa, 15% Azionario Nord America).

I mandati attivi hanno quindi ricevuto apporti per circa 382 milioni distribuiti privilegiando le asset class che risultavano maggiormente sottopesate rispetto al peso target di lungo periodo secondo il seguente schema:

Conferimenti ai Gestori Attivi (milioni di Euro)			
Mandato	Liquidità	Titoli	Totale
<i>Obbligazionario Area Euro</i>	-	-	-
<i>Bilanciato Area Euro</i>	15	87	102
<i>Bilanciato Globale</i>	280	-	280
Totale	295	87	382
Per tipologia di asset class	Liquidità	Titoli	Totale
<i>Obbligazionario Area Euro</i>	109	30	139
<i>Obbligazionario Area Ex-Euro</i>	98	30	128
<i>Azionario Europa</i>	47	13	60
<i>Azionario Nord America</i>	42	13	55
Totale	295	87	382

Nel corso del 2014 sono stati effettuati apporti alle gestioni indicizzate per circa 760 milioni di euro attraverso un aumento delle esposizioni nelle asset class tradizionali:

Le risorse conferite alla **componente indicizzata** del portafoglio sono così passate da 3,6 nel 2013 a circa 4,4 miliardi di euro nel 2014, mediante apporti nei quattro mandati (“Europe Bilanciato”, “Ex-Europe Paesi Sviluppati Bilanciato”, “Azionario Specializzato”, “Governativo Ex-Euro Specializzato”). Il portafoglio in delega di gestione risulta composto a fine esercizio 2014 da 13 mandati per un controvalore di mercato complessivo pari a circa 5,980 miliardi di euro. Il 21,2% di questi (circa 1,27 miliardi) è suddiviso in 9 mandati attivi, mentre il 78,8% (circa 4,71 miliardi) risulta essere investito mediante 4 gestioni indicizzate.

Conferimenti ai Gestori Indicizzati (milioni di Euro)			
Mandato	Liquidità	Titoli	Totale
<i>Bilanciato Europe</i>	100	181	281
<i>Bilanciato Ex Europe</i>	100	111	211
<i>Azionario specializzato</i>	-	158	158
<i>Governativo Ex Euro specializzato</i>	110	-	110
Totale	310	450	760
Per tipologia di asset class	2013	2014	Totale
<i>Obbligazionario Governativo Euro</i>	365	93	458
<i>Obbligazionario Governativo Ex Euro</i>	905	154	1.059
<i>Obbligazionario Governativo I.L. Euro</i>	425	96	521
<i>Obbligazionario Corporate Euro</i>	225	51	276
<i>Obbligazionario Corporate USA</i>	630	97	727
<i>Obbligazionario Emerging Mkt</i>	125	23	148
<i>Azionario Europe</i>	190	63	253
<i>Azionario Nord America</i>	350	84	434
<i>Azionario Asia Pacific</i>	165	40	205
<i>Azionario Emerging Mkt</i>	235	60	295
Totale	3.615	760	4.375

Riguardo al rendimento, i mandati in delega di gestione negli ultimi 12 mesi hanno evidenziato un risultato lordo complessivo (al netto delle commissioni) del 7,9% rispetto a circa l'8,3% del parametro di riferimento complessivo.

Nel dettaglio, i mandati attivi negli ultimi 12 mesi hanno evidenziato un risultato del 7,24%, con una sottoperformance di circa 0,68% rispetto ai mercati di riferimento.

L'implementazione delle nuove linee guida dei mandati attivi, avvenuta nel corso della seconda metà del 2014, richiede un periodo di tempo utile per ottenere una corretta valutazione degli effettivi risultati conseguiti. La razionalizzazione effettuata consentirà anche di raggiungere un risparmio in termini commissionali ed un migliore confronto tra i diversi gestori nei prossimi mesi. Relativamente al mandato bilanciato europeo di Duemme SGR, il periodo di revisione della capacità di creare valore rispetto ai mercati di riferimento è già in corso a causa dei risultati insoddisfacenti archiviati nel corso degli ultimi trimestri.

Mandati in delega di Gestione	Valore al 31/12/2014	Rendimento 2014			Rischio		
		Portafoglio	Benchmark	Diff.	Portafoglio	Benchmark	Diff. (TEV)
	5.980,5	7,89%	8,31%	-0,42%	3,8%	3,6%	0,6%
Mandati Indicizzati	4.712,5	8,07%	8,42%	-0,35%	3,51%	3,50%	0,27%
BlackRock <i>(Bilanciato ex Euro)</i>	1.608,8	7,45%	7,79%	-0,3%	3,5%	3,5%	0,3%
State Street <i>(Bilanciato Euro)</i>	1.526,4	8,62%	8,81%	-0,2%	3,3%	3,4%	0,2%
Credit Suisse AG <i>(Azionario Globale)</i>	835,5	10,15%	11,14%	-1,0%	8,7%	8,5%	0,4%
Legal & General <i>(Obbligazionario ex Euro)</i>	741,9	6,34%	6,30%	0,0%	2,5%	2,5%	0,2%
Mandati Attivi	1.267,9	7,24%	7,92%	-0,68%	4,97%	3,95%	2,04%
<i>Bilanciati Attivi Globali</i>							
Credit Suisse	179,7	8,51%	9,05%	-0,5%	3,9%	3,5%	1,0%
Deutsche Bank	183,2	8,84%	8,86%	0,0%	6,2%	4,9%	2,0%
Invesco	180,7	6,03%	2,39%	3,6%	5,8%	0,9%	5,7%
<i>Bilanciati Attivi Euro</i>							
Duemme	175,2	6,33%	11,46%	-5,1%	4,0%	3,9%	1,4%
Anima	179,4	7,46%	6,42%	1,0%	3,1%	2,6%	1,2%
Symphonia	89,5	5,87%	7,73%	-1,9%	6,9%	6,7%	2,5%
Eurizon	85,7	4,49%	5,34%	-0,8%	3,0%	2,9%	0,7%
<i>Obbligazionario Attivi Euro</i>							
Banca Patrimoni	46,2	7,86%	8,97%	-1,1%	5,2%	6,2%	1,7%
Banca Pop. Sondrio	148,5	8,82%	9,16%	-0,3%	5,3%	5,0%	1,1%

Anche nel 2014 la componente legata ai titoli governativi italiani ha contribuito positivamente ai risultati conseguiti beneficiando dell'ulteriore diminuzione degli spread e dei tassi di mercato. Nel corso dell'anno, infatti, il differenziale tra il decennale italiano e quello tedesco si è nuovamente ridotto, attestandosi a fine anno a circa 65 b.p. Un importante contributo alla stabilità dei trend dei governativi europei è arrivato dalla Banca Centrale Europea, con un piano di *quantitative easing* pari a circa 1,1 trilioni di euro.

I mandati indicizzati negli ultimi 12 mesi hanno evidenziato un risultato dell'8,07% complessivamente in linea con i rendimenti espressi dai mercati oggetto d'investimento. Si ricorda che i risultati dei parametri di riferimento azionari non sono perfettamente replicabili in quanto i benchmark considerati sono al lordo della tassazione ed in valuta locale. Ne deriva che all'aumentare del peso della componente azionaria all'interno dei mandati passivi, aumenta anche il differenziale di risultati rispetto ai mercati considerati. In aggiunta, i nuovi conferimenti in titoli

hanno logicamente avuto un impatto leggermente negativo in termini di costi di transazione maggiori rispetto a quelli derivanti dall'ordinaria gestione indicizzata. Le considerazioni evidenziate spiegano quasi interamente (circa il 90%) il differenziale di rendimento tra il mandato specializzato azionario del gestore Credit Suisse AG ed i benchmark complessivo nel 2014.

Fondi (O.I.C.V.M.): euro 0,3 miliardi

A seguito dell'operazione di razionalizzazione dei portafoglio diretto, attualmente gli O.I.C.V.M. si compongono di 9 fondi e di 4 ETF (di 3 ETC) per un controvalore di mercato a fine dicembre di circa 319,9 milioni di euro. A livello complessivo e considerando anche l'impatto delle operazioni di conferimento ai mandati indicizzati e di dismissione effettuate, il portafoglio diretto in fondi ed ETF ha registrato un andamento positivo di circa l'8,1%. Il risultato è superiore di circa 37 b.p. rispetto all'andamento dei mercati di riferimento nel 2014.

OICVM	Valore al	Rendimento 2014		
	31/12/2014	Portafoglio	Benchmark	Diff.
	in mil. Euro			
Monetario	20,6	0,4%	0,4%	0,0%
Titoli di Stato Area Euro	-	11,1%	10,7%	0,4%
Indicizzati all'inflazione	-	5,3%	5,5%	-0,2%
Obbligazionario Mercati Emergenti	160,5	4,7%	5,1%	-0,4%
Azionario Europa	-	7,2%	6,8%	0,4%
Azionario Nord America	-	25,1%	13,4%	11,7%
Azionario Pacifico	-	10,6%	8,9%	1,7%
Azionario Paesi Emergenti	60,2	12,4%	6,8%	5,6%
Ritorno assoluto	36,1	4,9%	3,4%	1,5%
Commodities	42,8	-7,5%	-20,5%	13,0%
Azionario Globale	-	11,3%	10,8%	0,5%
Bilanciato Europeo	-	3,8%	9,5%	-5,7%
Totale	320,0	8,1%	7,7%	0,4%

La componente che ha influito negativamente sui risultati conseguiti dal portafoglio diretto in fondi ed ETF è quella legata complessivamente al comparto delle materie prime. Nel dettaglio, la componente che ha subito la flessione maggiore è quella del greggio, con le quotazioni passate da oltre 100 dollari al barile a circa 53 dollari.

Durante l'anno nella operazione di razionalizzazione e efficientamento sono stati conferiti ai Gestori circa euro 540 milioni di fondi, principalmente ETF. I Gestori hanno poi provveduto ad effettuare il transitino management al rispettivo portafoglio in delega assegnato secondo le linee guida contrattuali. Inoltre sono stati venduti fondi per circa 105 milioni a causa della valutazione insoddisfacente della performance di lungo periodo.

I fondi rimanenti sono principalmente fondi che perseguono strategie attive, in particolare nei mercati emergenti.

Nella tabella sono indicate le performance anche dei fondi venduti/conferiti nel corso dell'anno.

Attività Illiquide: euro 160 milioni.

Fondi di Private Equity: 73 milioni

A fine esercizio 2014 il portafoglio di private equity dell'Ente è composto da 9 fondi, di cui 2 fondi di fondi globali e un fondo di fondi immobiliare, per un impegno complessivamente sottoscritto pari ad euro 110,5 milioni.

Nel corso del 2014 l'Ente ha sottoscritto un impegno pari a 150 milioni nel fondo di private equity Principia III – Health, promosso e gestito da Principia Sgr SpA, destinando lo stesso alla classe del Portafoglio Istituzionale – Mission Related. Questo fondo opera nel settore medico-sanitario italiano, con strategie che puntano a sostenere e sviluppare l'innovazione imprenditoriale e la valorizzazione della ricerca sanitaria, biomedicale e biotecnologica in Italia. Ad oggi il fondo ha raccolto complessivamente 160 milioni di euro.

In totale, quindi, gli impegni sottoscritti nel settore del private equity ammontano ad euro 260,5 milioni. Al 31.12.14 erano stati richiamati euro 94,9 milioni e distribuiti euro 38,5 milioni. Le distribuzioni più significative sono state quelle effettuate dal fondo DGPA Capital per un importo di euro 12,8 milioni e quelle del fondo Advanced Capital III pari ad euro 10,9 milioni.

Il valore di mercato (Net Asset Value o NAV) del portafoglio complessivo di private equity dell'Ente a fine 2014 ammonta ad euro 72,6 milioni. Considerando l'incremento del NAV e le distribuzioni effettuate dai fondi nell'esercizio, la performance stimata prodotta nel 2014 è pari a circa il 15,3%, contro l'11,8% del benchmark strategico (Cambridge US PE Index)

Il tasso interno di rendimento (TIR) del portafoglio, dall'inizio degli investimenti, è di circa il 3,9%. Il TIR del benchmark è del 14,3%.

Private Equity	Scadenza Fondo	Capitale raccolto	Impegno ENPAM		Valutazioni al 31/12/14								FLUSSI da inizio investimento			FLUSSI 2014		
			Milioni	Anno Part.	Valore	RVPI	DPI	TVPI	IRR	Bmk	YTD	Bmk	Da rich.	Rich.ti	Distr.ti	Rich.ti	Distr.ti	
Fondo IGI Investimenti Sud	15/04/2015	50	5,0	2002	10,0%	0,15	0,03	0,45	0,48	-11,7%	19,1%	-72,6%	11,8%	0,28	4,72	2,11	0,00	0,00
Fondo Quadrivio New Old Economy	19/07/2015	100	8,0	2002	8,0%	1,52	0,19	1,05	1,24	4,2%	19,1%	28,0%	11,8%	0,03	7,97	8,34	0,05	3,36
DGPA	21/05/2015	105	20,0	2006	19,1%	11,53	0,58	0,64	1,22	4,0%	8,8%	2,8%	11,8%	0,00	20,00	12,80	0,00	2,80
Advanced Capital III	28/12/2017	228	25,0	2008	11,0%	17,90	0,92	0,56	1,47	10,8%	13,9%	25,6%	11,8%	5,49	19,51	10,86	1,10	4,34
Network Capital Partners	31/12/2021	107	15,0	2008	14,1%	11,94	1,18	0,07	1,25	4,3%	13,9%	9,3%	11,8%	4,88	10,13	0,70	0,00	0,28
Principia II	01/04/2019	63	7,5	2008	11,9%	4,71	0,65	0,00	0,65	-17,4%	13,9%	-20,5%	11,8%	0,21	7,29	0,00	0,13	0,00
Advanced Capital Real Estate	08/01/2020	25	10,0	2009	39,4%	8,21	0,99	0,19	1,18	6,1%	16,2%	31,3%	11,8%	1,71	8,29	1,60	1,48	0,79
Fondo Sator	05/03/2020	500	20,0	2010	4,0%	16,00	1,09	0,14	1,24	8,2%	17,4%	51,8%	11,8%	5,43	14,57	2,08	1,42	2,08
Principia III (Fondo Strategico)	30/06/2024	160	150,0	2014	93,8%	0,65	0,37	0,00	0,37	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	147,57	2,43	0,00	2,43	0,00
TOTALE (1)		1.338	260,5			72,6	0,77	0,41	1,17	3,9%	14,3%	15,3%	11,8%	165,6	94,9	38,5	6,6	13,7

RVPI (Residual Value to Paid In): Rapporto tra valore del fondo alla data di riferimento e il capitale richiamato
DPI (Distribution to Paid In): Rapporto tra valore delle distribuzioni del fondo alla data di riferimento e il capitale richiamato
TVPI (Total Value to Paid In): Rapporto tra il valore del fondo + il valore delle distribuzioni del fondo alla data di riferimento e il capitale richiamato
IRR (Internal Rate of Return): tasso interno di rendimento. Tasso di rendimento dei flussi di cassa pagati/ricevuti in ipotesi di vendita del fondo al valore della data di riferimento

Attualmente il peso della classe del private equity nell'Asset Allocation Strategica è pari all'1%. Tale peso, considerando il valore complessivo del patrimonio, pari a circa 17 miliardi di euro, corrisponde circa a 170 milioni di euro.

Sono in corso valutazioni relative alla ridefinizione strategica della attività di investimento nella asset class che necessita di un processo strutturato e approfondito di selezione fondi e di monitoraggio, data la caratteristica complessità di questi investimenti. In particolare, anche in conseguenza dei recenti forti ribassi strutturali dei rendimenti sui mercati tradizionali, si stanno facendo valutazioni per sfruttare maggiormente il premio di rischio di illiquidità caratteristico dei mercati private equity e debt.

Polizze Assicurative: 59 milioni

Polizze		Scadenza	Tasso Tecnico	Valuta	Premi versati (mil. di Euro)	Valore al 31/12/2014 (mil. di Euro)	Rendimento 2014		Rendimento annuo da inizio	
							Polizza	BMK	Polizza	BMK
Allianz S.p.A. (ex RB Vita)	Speciale Valore Valuta USD	21/10/15	2%	USD	22,5	26,3	17,8%	6,6%	2,8%	3,9%
Cattolica Assicurazioni	Persona Life Eurosun Dinamico	19/02/18	2%	EUR	16,1	20,5	4,7%	13,5%	3,5%	5,6%
Cattolica Assicurazioni	Persona Life Eurosun Dinamico	17/12/19	2%	EUR	10,0	11,9	3,3%	13,5%	3,4%	5,4%
TOTALE					48,6	58,6	9,9%	10,6%	3,2%	4,7%

Fondi Hedge: 28 milioni

FONDI HEDGE	Valore al 31/12/14	Rendimento 2014			Rendimento annuo da inizio investim.			Rischio (dev. St)		
		Fondo	Bmk	Diff.	Fondo	Bmk	Diff.	Fondo	Bmk	TEV
Totale Hedge Fund in diretta	27,5	0,6%	3,3%	-2,7%	2,1%	4,3%	-2,2%	4,2%	3,2%	2,6%
Hedge Invest Global Fund	26,33	0,2%	3,33%	-3,1%	4,8%	4,0%	0,7%	3,6%	3,2%	1,9%
Pioneer side pocket	0,41	14,3%	3,3%	11,0%	-0,3%	4,6%	n/a	24,6%	3,2%	24,8%
Tarchon A2X side pocket	0,74	4,2%	3,3%	0,9%	1,1%	5,3%	-4,2%	4,6%	3,2%	5,5%
Unifortune side pocket	0,04	-1,7%	1,2%	-2,9%						

PORTAFOGLIO IMMOBILIARE (2)

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

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

I Fondi Immobiliari rientrano nella categoria degli Investimenti Alternativi¹ di Patrimonio e rappresentano forme di impiego a medio-lungo termine, legate all'andamento dei cicli economici e caratterizzate da bassa liquidità, meccaniche di liquidazione non prevedibili, secondo tempistiche non quantificabili né pianificabili se non sul medio termine, adatte comunque al patrimonio della Fondazione in un'ottica di asset-liability management.

Come noto, la Fondazione ha confermato nell'ultimo piano triennale degli investimenti approvato il 14 Novembre 2014, come già deliberato in precedenza di non procedere all'acquisto di nuovi immobili se non tramite veicoli di investimento, principalmente Fondi Immobiliari.

Il portafoglio Immobiliare, nella seguente tabella di dettaglio, riporta il valore di mercato ad inizio anno, il valore di mercato a fine anno, il rendimento di mercato stimato nel 2014, la stima del contributo di gestione a mercato ed il relativo rendimento sul capitale investito netto. L'incidenza del portafoglio sul patrimonio è di **34,6%** (38,1% nel 2013), ripartito tra comparto diretto al 17,66% (21,6% nel 2013) e comparto indiretto al 16,90% (16,5% nel 2013).

Portafoglio (Euro/mil)	2014										
	Valore Mkt 31/12/2013	Valore Mkt 31/12/14	Peso %	App/ Prelevi	Div/ Canoni	Risultato Economico	Perf. %	Contrib. Gestione	Contrib. Comparat. (5)	Benchmark	
Portafoglio Immobiliare	6.011,87	5.973,60	34,56%	-139,27	130,71	231,71	3,94%	22,18%	0,64	3,6% ⁽¹⁾	2,2% ⁽²⁾
Gestione Diretta (*)	3.410,07	3.052,64	17,66%	-357,42	67,56	67,56	2,13%	6,47%	0,37	3,6% ⁽¹⁾	2,2% ⁽²⁾
Direzionale	1.185,46	1.084,50	6,27%	-100,96	20,59	20,59	1,90%	1,97%	0,31		
Residenziale	1.382,19	1.190,94	6,89%	-191,26	43,47	43,47	3,65%	4,16%	0,60		
Hotel	658,82	604,31	3,50%	-54,51	3,00	3,00	0,50%	0,29%	0,08		
Commerciale	183,59	172,89	1,00%	-10,70	0,50	0,50	0,29%	0,05%	0,05		
Gestione Indiretta	2.601,81	2.920,96	16,90%	218,15	63,15	164,15	6,06%	15,71%	0,93	3,6% ⁽¹⁾	2,2% ⁽²⁾
Campus Biomedico	8,70	10,00	0,06%	0,00	0,00	1,29	14,87%	0,12%	2,14		
Enpam Real Estate srl - ERE	-	-	0,00%	0,00	5,84	5,84	0,00%	0,56%	0,00		
Antirion Core	522,73	597,29	3,46%	60,79	0,00	13,77	2,36%	1,32%	0,38		
SEB Asian Property II (3)	3,50	15,52	0,09%	10,90	0,00	1,12	7,74%	0,11%	1,19		
AXA Caesar	38,73	51,43	0,30%	9,37	0,00	3,32	6,91%	0,32%	1,07		
Sorgente Donat - Michel. 2	7,10	7,40	0,04%	0,00	0,00	0,30	4,23%	0,03%	0,67		
Investire Immobiliare HB	39,39	24,65	0,14%	0,00	0,00	-14,74	-37,41%	-1,41%	-9,89		
Hines Italia HICOF (4)	13,79	15,08	0,09%	2,10	0,00	-0,81	-5,09%	-0,08%	-0,89		
Fondo Immobili Pubblici FIP	85,71	84,03	0,49%	-3,43	6,49	8,24	10,01%	0,79%	1,62		
Invest. per l'Abitare FIA	2,89	6,19	0,04%	3,37	0,00	-0,07	-1,09%	-0,01%	-0,18		
IDeA Fimit Ippocrate	1.750,05	1.840,68	10,65%	0,00	45,24	135,87	7,76%	13,01%	1,22		
Quorum Q3	119,90	118,90	0,69%	0,00	5,48	4,48	3,74%	0,43%	0,62		
Fabrica Socrate	9,31	9,43	0,05%	0,00	0,00	0,12	1,27%	0,01%	0,21		
Spazio Sanità	-	24,95	0,14%	24,95	0,10	0,10	0,41%	0,01%	0,07		
Fondo PAI	-	0,67	0,00%	0,70	0,00	-0,03	-4,71%	0,00%	-0,82		
Fondo Antirion Retail	-	114,75	0,66%	109,40	0,00	5,35	4,89%	0,51%	0,77		

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

Note:

(*) Gestione Diretta: le componenti di reddito considerate, rappresentate prevalentemente da canoni di locazione, hanno visto una riduzione di circa il 30% nel 2014 rispetto all'anno precedente. La riduzione è dovuta principalmente a:

- a. canoni su immobili conferiti a Fondo Antirion nel dicembre 2013 (50%)
- b. disdette e rinegoziazioni su immobiliare milano (incluso Montegrappa) (30%)
- c. rinegoziazioni e parziale riduzione canoni residenziali (20%)
- d. cessioni residenziale.

Il valore dei cespiti indicato è quello del 2013 modificato in base ai parametri OMI – NOMISMA e nettato dei cespiti che nel corso d'anno sono stati apportati a valore di mercato (Via Montegrappa) o alienati (residenziale romano). La performance viene calcolata considerando solamente la redditività da affitti, considerando solo come stima di patrimonio la componente data dalla variazione del prezzo di mercato degli immobili. Nel Direzionale è incluso come valore l'immobile della Sede di Roma della Fondazione, escluso dal calcolo della performance.

(1) Indice IPD – Global Annual Property Index ®

(2) Indice INREV – Investor Real Estate EU Performance benchmark 2014

(3) nella relazione 2013 il dato relativo ad Hicof era provvisorio a 12,7 – confermato e corretto a 13,7 nella presente tabella

(4) misura la contribuzione reddituale per unità di peso presente tabella

(5) dato finale in attesa di certificazione al momento della redazione della presente nota

Nel corso del 2014 il portafoglio immobiliare ha riportato una crescita di valore – al netto di nuovi investimenti/riciami e/o rimborsi di capitale – di € 231,7 milioni, distinti tra reddito per € 130,7 milioni e circa € 101,7 milioni di crescita in conto capitale, pari ad un rendimento complessivo a mercato del 3,94% (+1,4% nel 2013), con un contributo stimato dal comparto diretto pari a 2,1% e di 6,06% per il comparto indiretto.

Rispetto ai benchmark, il portafoglio immobiliare Enpam risulta avere sopra-performato entrambi gli indici di riferimento principali *IPD Italy* (a) e *INREV* (b).

- (a) L'indice *IPD® Italy Annual Property* misura il rendimento degli immobili a reddito nel periodo che intercorre tra due valutazioni fornite dagli esperti indipendenti. Il campione utilizzato è composto da circa 1.800 immobili distribuiti su 63 fondi immobiliari. Il valore di mercato complessivo del campione è pari a € 24 MLD, di cui il 54% circa a destinazione direzionale.

Nella **Tabella** che segue, la scomposizione IPD dei rendimenti per segmento strategico.

IPD	Total return	Reddito	Crescita capitale
	%	%	%
	1 anno	1 anno	1 anno
All property	3,60%	5,40%	-1,80%
Retail	4,20%	5,80%	-1,60%
Uffici	2,60%	4,90%	-2,20%
Industriale	7,60%	6,90%	0,70%
Altro	6,20%	7,90%	-1,60%

IPD – Italy Annual Property Index – 2004/2014

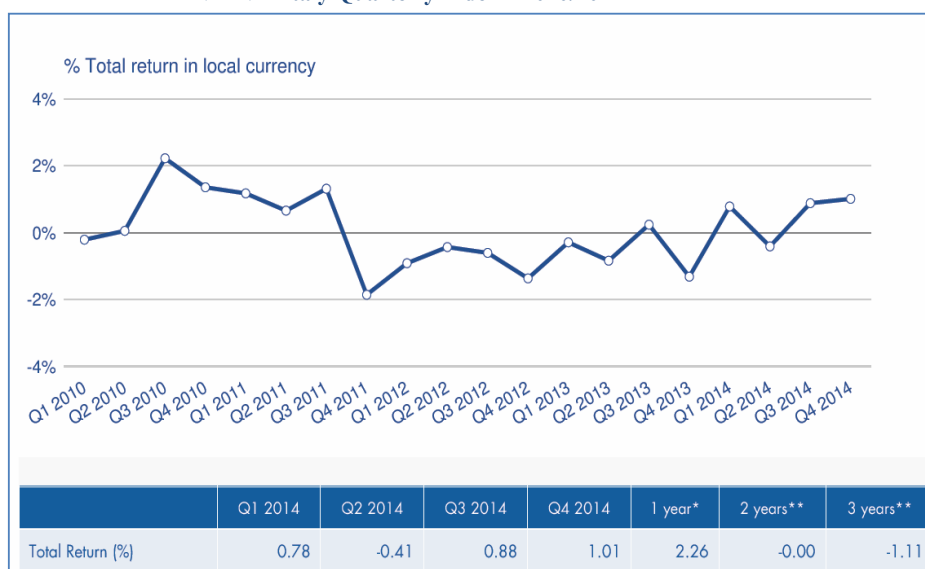


(b) L'indice **INREV® Quarterly Index** si basa invece su un campione molto più ristretto, rispetto ad IPD. I fondi esaminati sono soltanto 8, per un valore complessivo di circa €900 Mln. Per quanto riguarda la composizione, tutti i fondi esaminati sono di profilo *core* ed il 57% degli immobili ha destinazione direzionale.

Per l'Italia, Inrev non fa una scomposizione significativa rispetto alle singole strategie ma utilizza un valore unico di mercato.

INREV	Total return	Reddito	Crescita capitale
	%	%	%
	1 anno	1 anno	1 anno
All property	2,26%	2,66%	-0,40%

INREV – Italy Quarterly Index – 2010/2014



I benchmark presi a riferimento sono quelli del mercato italiano data la marginale esposizione del portafoglio immobiliare all'estero. Infatti, tranne il fondo Caesar (peso 1,77%) ed il fondo Asian Property (peso 0,53%), interamente investiti all'estero, il portafoglio è rappresentato al 97,7% da cespiti localizzati in Italia. Il benchmark Europeo viene riportato a soli fini comparativi.

Nella determinazione del risultato del comparto indiretto si considerano, per i fondi, i flussi materializzati come i richiami di investimenti deliberati od i rimborsi di capitale su investimenti in essere, calcolati come aumento/diminuzione del montante dell'investimento, i dividendi incassati, la variazione di valore delle quote; per Campus Biomedico la variazione nel valore della partecipazione; per Enpam Real Estate Srl si indica il risultato netto pertinente al bilancio di esercizio.

Per quanto concerne il rendimento del comparto diretto, si rilevano i canoni d'affitto a consuntivo, considerando solo a livello di stima la componente data dalla variazione dei prezzi di mercato degli immobili. Nella determinazione dei flussi attivi, si è comunque provveduto a nettare l'importo della svalutazione implicita degli immobili diretti stimati in base a dati OMI -

NOMISMA, rispetto all'anno precedente; per la componente alberghiera si considera solamente la quota relativa alla commissione di usufrutto versata da Enpam Real Estate Srl, pari a Euro 3 milioni.

Per contro, nella valutazione della componente indiretta, si sono inseriti i valori di utile netto pertinenti al bilancio della controllata Enpam Real Estate Srl.

Comparto Indiretto: 48,90% del portafoglio immobiliare. Nel corso degli ultimi esercizi la Fondazione ha sottoscritto quote di diversi fondi immobiliari, sia per apporto di immobili in precedenza gestiti direttamente, sia di liquidità utilizzata sia per acquistare nuovi immobili o ristrutturare e migliorare immobili esistenti.

Detta politica ha portato ad avere investimenti con diverse caratteristiche, che di seguito descriviamo per gruppi.

1. **Fondi Core**, rappresentativi di portafogli immobiliari i cui attivi sono immobili, anche di pregio, e localizzati in posizioni centrali o semi centrali delle principali città italiane (Roma e Milano), ad uso prevalentemente ufficio, o commerciale, normalmente affittati a primari conduttori con contratti a lungo termine. La tipologia di Fondo Core ha una durata variabile tra i 20 ed i 30 anni. Questi immobili rappresentano un investimento strategico per la Fondazione – la parte prevalente del portafoglio - poiché offrono un flusso di cassa normalmente stabile nel tempo rappresentato dai canoni e, l'elevata qualità delle strutture, unita a localizzazioni centrali, semi centrali o comunque appropriate per la tipologia di utilizzo, consente sia di mantenere il valore del cespite nel tempo, sia di rendere agevole la rilocalizzazione in caso di disdetta da parte degli attuali conduttori.

Al 31 Dicembre 2014 il valore di questo gruppo era € 2.608.295.665 (+7,275% rispetto al 2013), pari all'89,3% del totale comparto indiretto, e suddiviso tra i seguenti fondi:

a. <u>Ippocrate</u>	gestito da IDeA Fimit SGR	€ 1.840.675.558
b. <u>Antirion Core</u>	gestito da Antirion SGR	€ 597.288.459
c. <u>Q3</u>	gestito da Quorum SGR	€ 118.901.448
d. <u>Caesar</u>	gestito da AXA REIM SGR	€ 51.430.200

Tra i principali fatti di gestione:

- a. Ippocrate: il Fondo, di cui Enpam è quotista unico, ha registrato nel 2014 una performance pari a +7,76% (-1,4% nel 2013). Il risultato è dovuto principalmente ad una ripresa nel valore degli immobili, tra cui si segnalano quelli legati ad ENI, grazie alla rinegoziazione con allungamento dei contratti, e l'immobile locato a La Rinascente, rivalutato del 9,97%. La rivalutazione dei cespiti ha consentito una distribuzione di dividendi nel corso dell'esercizio pari a € 45,2 milioni; nel fondo proseguono gli interventi mirati a garantire piena locazione degli spazi (al momento al 92,71%) e fidelizzazione degli attuali conduttori; nel corso dell'esercizio non è cambiata la dimensione del portafoglio, articolato su 21 cespiti, di cui 10 localizzati a Milano e provincia, 7 a Roma, 3 in provincia di Verona ed 1 a Novara. Rispetto ad altri fondi Core di cui Enpam è quotista, caratterizzati interamente o principalmente da cespiti ad uso uffici, Ippocrate in termini di superfici risulta costituito per il 48% da immobili ad uso direzionale, per il 34% da immobili ad uso logistica, per il 7% da un immobile ad uso commerciale e per l'11% da uso diverso.
- b. Antirion Core: il Fondo, di cui Enpam è quotista unico, nel corso del 2014 ha conseguito un risultato di +2,4% (+4,9% nel 2013). Il fondo è impegnato su un fonte a saturare le locazioni degli immobili, anche puntando sulla fidelizzazione dei conduttori attuali, e

sull'altro a seguire numerosi interventi di riqualificazione funzionali ad una ripresa ottimale di reddito, sugli immobili apportati nel 2013 da Enpam come l'immobile di Via Meravigli a Milano. Nel mese di dicembre 2014 è stato conferito da Enpam l'immobile di Via Montegrappa a Milano, rilasciato da Technimont nel 2013, portando il totale dei cespiti di portafoglio a 10.

- c. Q3: il fondo, di cui Enpam è quotista unico, nel 2014 ha offerto un ritorno pari al 3,7% compensando parzialmente, con una distribuzione di dividendi di € 5.479,2 milioni, un calo nel valore della quota di circa l'1%. Il fondo gestisce due immobili, Perseo ed Auros, entrambi caratterizzati da elevato standard qualitativo ed energetico (grado A e classe A), locati rispettivamente al gruppo 'Il Sole 24 Ore' e Bracco. Numerosi gli eventi che hanno caratterizzato nel 2014 l'attività della Quorum Sgr, società di gestione del fondo tra cui si ricorda il progetto di fusione per incorporazione nella Prisma Sgr, non approvato da Banca d'Italia, organismo di vigilanza dei fondi immobiliari.
 - d. Caesar: nel corso del 2014 la partecipazione di Enpam, quotista al 21,5%, ha registrato una performance di +6,9%, senza distribuzione di dividendi. Il fondo ha richiamato interamente nell'esercizio gli impegni dei quotisti ed investito i fondi a disposizione complessivamente in 11 immobili a reddito in Europa, sparsi tra Germania (45,45%), Inghilterra (18,18%), Finlandia (18,18%) Belgio e Lussemburgo (ciascuno il 9,09%). I cespiti acquistati sono tutti ad uso uffici-direzionale pressochè interamente locati. Il fondo ha utilizzato finanziamenti per coprire parte del costo di acquisto degli immobili, in percentuale compresa tra 43% e 50%.
2. **Fondi Commerciali - retail**, rappresentativi di portafogli immobiliari i cui cespiti sono rappresentati da strutture destinate al commercio al dettaglio quali centri e gallerie commerciali o edifici suddivisi in unità con destinazione d'uso mista, non solo dedicate al commercio al dettaglio ma anche al ristoro ed all'intrattenimento. Queste tipologie di cespiti sono normalmente caratterizzate da un turnover elevato dei conduttori, la cui attività commerciale risulta estremamente diversificata e per lo più ancorata a processi di consumo *retail* di base: pur essendo legati quindi all'andamento dell'economia e della domanda di beni di consumo, sono strutturati e localizzati in modo da garantire normalmente flussi di cassa stabili. Come impostazione e durata sono molto simili ai fondi core, con durate intorno ai 20 anni o superiore.

Nel luglio 2014 Enpam ha diversificato in questa tipologia di fondi (3,93% del totale comparto indiretto) attraverso un'iniziativa in partnership con il gruppo francese Auchan, leader internazionale nel settore retail, acquistando 3 gallerie commerciali - e quindi importanti cespiti immobiliari sviluppati intorno ad ipermercati Auchan - 2 in Veneto ed 1 in Puglia, e rappresentate da 210 unità immobiliari. L'investimento, che prevede un impegno complessivo della Fondazione di € 137,2 milioni, è realizzato attraverso il Fondo Antirion Retail - Comparto Gallerie Commerciali, gestito da Antirion SGR, di cui Enpam è quotista all'80% mentre Auchan, tramite la controllata italiana GCI - Gallerie Commerciali Italia Spa - detiene il rimanente 20%.

Al 31 Dicembre 2014 il fondo - su un totale richiami nell'esercizio pari a € 109,4 milioni - riportava una performance relativa alla partecipazione di Enpam pari al 4,89%.

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

immobili già a reddito, in relazione ai tempi di realizzazione ed agli imprevisti legati sia alle tempistiche che ai cicli di mercato. I Fondi a Sviluppo hanno normalmente una durata tra i 5 ed i 10 anni.

Al 31 Dicembre 2014 il valore di questo comparto era pari a € 40.837.314,42, pari all'1,40% del totale comparto fondi (-4,81% rispetto al 2013), suddiviso tra i seguenti:

a.	HB	gestito da Beni Stabili SGR ²	€ 24.653.140,31 ³
b.	Asian Property II	gestito da SEB	€ 15.517.178,27 ⁴
c.	PAI	gestito da Prelios SGR	€ 666.995,84 ⁵

Tra i principali fatti di gestione:

- a. HB: il fondo, che ha come obiettivo l'edificazione di complessi residenziali di qualità in alcune aree di Roma, ha risentito nel corso degli ultimi esercizi del rallentamento del mercato residenziale di alta gamma registrando un ritardo nei processi di commercializzazione – e di conseguenza dello sviluppo ad essa legato - riportando nel corso dell'esercizio una performance negativa sul valore della partecipazione Enpam di - 37,4%. La SGR ha comunicato di voler rivedere le strategie, concentrandosi sullo sviluppo di alcune aree, e rinegoziando con le banche finanziatrici, tempi e costi dei finanziamenti accesi.
 - b. Asian Property II: Nel corso dell'esercizio il fondo ha richiamato ulteriori € 10,9 milioni, proseguendo nell'attività, rappresentata da un misto tra progetti di sviluppo - immobile ad Hong Kong – e gestione di immobili a reddito localizzati in Giappone, di cui uno ad uso direzionale e l'altro alberghiero-budget. Nel corso dell'esercizio la partecipazione della Fondazione nel fondo ha registrato una performance pari a +7,7%.
 - c. PAI – Parchi Agroalimentari Italiani: Enpam approva l'investimento nel Fondo nel I° trimestre dell'esercizio, per un importo complessivo pari a € 3,5 milioni, pari al 3,65% delle quote, nell'ambito degli investimenti *Mission Related*. Il fondo si propone la realizzazione del progetto Fabbrica Italiana Contadina a Bologna, che si caratterizza come un parco a tema dove verranno gestiti direttamente processi di coltivazione, trasformazione, vendita e consumo sul posto di prodotti alimentari di qualità, a testimonianza e supporto dell'importanza della corretta alimentazione per il perseguimento del benessere dell'individuo. L'iniziativa si presenta come un progetto a sviluppo, per la trasformazione di un'area nella città di Bologna dove si troveranno orti, allevamenti, iniziative didattiche e di intrattenimento, nonché spazi commerciali coordinati da Eataly. Il conferimento di € 700.000 vede un leggero calo di valore della quota a fine anno, dovuto essenzialmente ai costi di avviamento del Fondo.
4. **Fondi *Multi-comparto***, rappresentativi di portafogli immobiliari misti, sia per tipologia di attivi sottostanti, che per strategia.

Al 31 Dicembre 2014 il valore di questo comparto era pari a € 31.910.923,71, pari all'1,09% del portafoglio complessivo indiretto, suddiviso come segue:

a.	<u>HICOF</u>	gestito da Hines Italia SGR	€ 15.080.639,34 ⁶
----	--------------	-----------------------------	------------------------------

² Fino al 31 Dicembre 2014. E' stata infatti deliberata in data 19 dicembre 2014, con efficacia 1° gennaio 2015, una fusione per incorporazione della Beni Stabili SGR e della Polaris SGR nella Investire Immobiliare SGR che è successivamente subentrata in tutto il patrimonio attivo e passivo delle incorporate, inclusa la gestione dei fondi immobiliari ad essa riferiti.

³ Su un totale conferito di € 50 Milioni.

⁴ Su un totale conferito, ad oggi, di € 14,1 milioni ed un impegno di sottoscrizione pari a € 15 Milioni.

⁵ Di richiamo effettivo nel progetto, su un totale impegnato di € 3,5 milioni.

⁶ Su un totale impegno di sottoscrizione pari a € 20 Milioni

b. <u>Donatello</u> – comp. <u>Michelangelo</u>	gestito da Sorgente SGR	€ 7.403.591,12
c. <u>Socrate</u>	gestito da Fabrica SGR	€ 9.426.693,25

Tra i principali eventi di gestione:

- a. HICOF: nel corso dell'esercizio il fondo ha aumentato al 100% (dal 50%) l'investimento nella società che detiene l'immobile denominato Palazzo Aporti a Milano, interamente locato, e proseguito nello sviluppo del progetto Porta Nuova Varesine di cui detiene indirettamente una quota. Il progetto Porta Nuova Varesine è una iniziativa immobiliare a destinazione mista, partecipata da diversi investitori tra cui Enpam, e dove il quotista di maggioranza è la Qatar Investment Authority. Nel 2014 il fondo ha richiamato da Enpam ulteriori € 2,1 milioni⁵, e riportato un risultato della partecipazione pari a -5,1%: il risultato ha risentito del ritardo con cui procede la commercializzazione delle unità realizzate, influenzato - pur se con un miglioramento nella tendenza - dell'andamento del mercato immobiliare di elevata qualità negli ultimi esercizi. Nei primi mesi del 2015, HICOF ha ceduto interamente la sua partecipazione nel fondo Porta Nuova Varesine.
 - b. Donatello: Il Comparto Michelangelo Due del Fondo Donatello investe il 65% in immobili a reddito sul territorio nazionale, rappresentati da cespiti uso ufficio, un albergo e alcuni cespiti commerciali (filiali UPIM), mentre la restante parte è allocata in partecipazioni in fondi immobiliari lussemburghesi con investimenti denominati in dollaro US e franco svizzero. Nel corso del 2014 la SGR ha ipotizzato la quotazione di un veicolo immobiliare, cui avrebbero dovuto essere apportati alcuni cespiti detenuti da una partecipata dal fondo, la Akron, rimandata poi all'esercizio 2015. Nell'esercizio ha fatto registrare una performance pari al -2,26%. Nel corso del 2014, la partecipazione della Fondazione ha registrato una performance di +4,2%, dovuta quasi esclusivamente al rafforzamento del dollaro US, valuta in cui sono denominate la gran parte delle consistenze in fondi sopra richiamate, che hanno più che bilanciato una svalutazione degli immobili a detenzione diretta.
 - c. Socrate: Il Fondo Socrate è un fondo *retail* che investe, in Italia, in 11 immobili con diverse tipologie d'uso quali direzionale, commerciale, sanitario (RSA) industriale ed hotel. Il fondo, di cui Enpam ha una quota del 7,62%, ha fatto registrare nell'esercizio un risultato di +1,3%, considerata anche la svalutazione di alcuni immobili in portafoglio dovuta al rilascio da parte dei conduttori. Nel gennaio 2014 il Fondo è stato ammesso alle negoziazioni sul Mercato Telematico degli Investment Vehicles (MIV), segmento Fondi Chiusi, anche se la liquidità del medesimo in Borsa risulta pressoché nulla, con un'evidenza di sconto del prezzo non rappresentativa del valore come espresso dal NAV. La SGR, considerato il termine di conclusione del fondo fissato per il 21 Dicembre 2017, ha affidato nel Marzo 2015 incarico a *Cushman & Wakefield*, per iniziare a pianificare le attività di dismissione che avverranno nel prossimo futuro.
5. **Fondi Pubblici**, incluso '*Social Housing*', rappresentativi di portafogli immobiliari con finalità pubbliche o costituiti da cespiti provenienti dal patrimonio pubblico, e investimenti nel settore dell'edilizia privata sociale a supporto e integrazione delle politiche di settore dello Stato e degli Enti locali.

Al 31 Dicembre 2014 il valore di questo comparto era pari a € 90.217.099,67 pari al 3,09% del totale fondi, suddiviso come segue:

a. <u>Fondo Immobili Pubblici FIP</u>	gestito	da	Investire	Immobiliare	SGR
€ 84.028.639,71					