

- Borse di studio Onaosi (n. 9)	€	42.653,00
- Sussidi assistenza domiciliare (n. 288)	€	2.105.533,62
- Sussidi integrativi a invalidi (n. 17)	€	48.318,87
- Sussidi straordinari a seguito di calamità naturali (n. 76)	€	<u>738.984,61</u>
<b>Totale “Quota A” n. 1.539</b>	<b>€</b>	<b>4.839.210,31</b>
Prestazioni assistenziali “Quota B” (n. 186)	€	1.356.846,57
Sussidi straordinari a seguito di calamità naturali “Quota B” (n. 29)	€	<u>80.509,46</u>
<b>Totale “Quota B” n. 215</b>	<b>€</b>	<b><u>1.437.356,03</u></b>
<b>Totale n. 1.754</b>	<b>€</b>	<b>6.276.566,34</b>

### Servizi Integrativi

Dal 1° giugno 2013, a seguito della citata delibera del Consiglio di Amministrazione del 10 maggio 2013, il Servizio Servizi Integrativi (istituiti in luogo del Servizio Relazioni Istituzionali e Servizi Integrativi, con passaggio di competenze in merito alle attività di relazioni istituzionali ad altri Uffici) ha il compito:

- di attivazione e gestione di convenzioni con compagnie assicurative, istituti bancari ed altre strutture, a favore degli iscritti, dei loro familiari, dei dipendenti Enpam e degli OO.MM.;
- per quanto attiene i mutui edilizi a favore degli OO.MM. e dei dipendenti Enpam, di curare l’analisi delle richieste, l’istruttoria delle pratiche e la gestione dei contratti sottoscritti.

Nel seguito, si procede ad un’analisi di maggior dettaglio delle attività svolte nel 2015.

### Progetto Quadrifoglio

Durante il corso del 2015 la Fondazione ha dato concreta attuazione al proprio sistema di assistenza strategica integrata, ideato nel 2014, che è stato denominato “progetto Quadrifoglio”.

Durante il corso del 2014, infatti, si è dato l’avvio a numerose iniziative tese ad attivare un’assistenza integrata e moderna a favore dei medici e degli odontoiatri italiani; nell’anno indicato sono stati dunque intrapresi molteplici studi ed analisi per ricercare il più ampio, equilibrato ed efficace paniere di interventi finalizzati a fornire, per l’intera vita del medico, a partire dalle fasi finali di studio, presidi di sostegno economico, tecnico-professionali e di tutela sanitaria e legale.

L'intero corpo delle ipotesi di assistenza formulate al Consiglio di Amministrazione dell'Ente in numerose sedute ha quindi trovato la propria sintesi nel Programma Quadrifoglio che può a ragione definirsi la risposta dell'ENPAM alle difficoltà che nella quotidianità, così come nelle circostanze eccezionali, sono affrontate dai nostri iscritti.

Il programma Quadrifoglio ha avuto una rapida definizione e già nel corso del 2015 molte delle attività definite nell'ampio progetto hanno trovato piena applicazione.

Nella sua forma ultima approvata in più sedute dal Consiglio di Amministrazione della Fondazione, il Quadrifoglio è rappresentato come a lato e trova quindi attuazione in quattro principali capitoli:



- previdenza complementare,
- assistenza sanitaria integrativa,
- coperture assicurative,
- credito agevolato.

È possibile affermare che in tutte le quattro aree di intervento, nel corso del 2015, sono state attivati importanti servizi a favore degli iscritti; di seguito sono illustrate le principali attività svolte.

#### L'assistenza sanitaria Integrativa

L'Ente nel 2014 ha avviato la selezione di una nuova convenzione per il servizio di polizza sanitaria integrativa, sostitutiva di quella in scadenza.

Anche tale polizza ha previsto, come negli anni precedenti, l'adesione degli assicurati su base volontaria e con costi a proprio carico; diverse sono state tuttavia le novità introdotte nel settore.

Il piano sanitario della polizza è stato infatti completamente rivisto realizzando un mix corretto e bilanciato di prestazioni di frequenza e prestazioni di rischio, essendo le prime quelle individuate nella medicina di routine e le seconde quelle relative a cure intensive ed urgenti che, solitamente, si somministrano con ricovero ospedaliero.

Il piano sanitario, progettato in modo originario dall'Ente interamente con risorse interne, è stato scomposto in:

- un modulo base che sostanzialmente tutela dai grandi interventi chirurgici e dai gravi eventi morbosi oltre che offrire coperture assicurative per alta diagnostica, prevenzione e non autosufficienza,
- un modulo integrativo 1 a tutela dai ricoveri in strutture sanitarie per qualsiasi motivo,
- un modulo integrativo 2 a presidio delle visite specialistiche, dell'alta diagnostica, delle analisi di laboratorio e della fisioterapia,

- un modulo integrativo 3 dedicato alle cure odontoiatriche.

Anche la scelta della società assicuratrice che eroga la copertura è avvenuta in modo nuovo rispetto il passato essendo scaturita da una gara pubblica europea cui hanno partecipato tre importanti players.

Svolte tutte le procedure di gara e gli adempimenti previsti, la Fondazione ha deliberato l'assegnazione del servizio in parola a favore dell'impresa UniSalute SpA che pertanto gestisce la nuova polizza sanitaria a partire dal 1° gennaio 2015 in ragione della convenzione stipulata con l'Ente il 17 dicembre 2014.

Durante i mesi di gennaio, febbraio e marzo del 2015, i medici e gli odontoiatri iscritti all'Ente hanno volontariamente sottoscritto la proposta assicurativa fino al giorno 3 aprile 2015 in cui è terminato il periodo di adesione della polizza che ha operato lungo l'intero anno trascorso.

Il Consiglio di Amministrazione, nella seduta del 13 marzo 2015, ha inoltre approvato “la proroga per l'anno 2016 della Convenzione stipulata tra la Fondazione Enpam e la Compagnia di assicurazioni UniSalute Spa”, subordinando il rinnovo in parola ad una serie di correzioni sul capitolato tecnico per lo svolgimento del servizio -già accettate dalla Compagnia- e ad una verifica sull'organizzazione per lo svolgimento del servizio.

Ma il 2015 è stato anche l'anno che ha visto la nascita del fondo sanitario integrativo riservato agli iscritti ed ai propri familiari e previsto dal progetto Quadrifoglio.

Nella seduta del 12 giugno 2015 infatti, il Consiglio di Amministrazione della Fondazione, ha deliberato che l'Ente si facesse “promotore della costituzione di un fondo sanitario integrativo denominato Fondo Sanitario Integrativo dei Medici e degli Odontoiatri”.

#### Le convenzioni ed il supporto di Enpam per l'accesso al credito da parte degli iscritti

Tra le attività, vi è la ricerca e il convenzionamento di prodotti e servizi che, pur non rientrando nell'ambito delle competenze istituzionali della Fondazione, appartengono alla più ampia sfera di bisogni che possiamo definire “general” della platea degli iscritti e delle loro famiglie e, come tali, sono sostenuti dall'Ente senza erogazione di spesa diretta e, pertanto, senza impatto alcuno nel bilancio della Fondazione.

Le “convenzioni” attive, che sono pubblicizzate nel sito della Fondazione nella pagina “convenzioni e servizi”, sono state interamente riviste nel corso del 2014 e del 2015 al fine di rendere l'offerta agli iscritti più strutturata, omogenea e completa.

I precisi obiettivi che, nel settore delle convenzioni finanziarie e commerciali a favore degli iscritti, si intendeva raggiungere con il progetto sono:

- l'ampliamento delle convenzioni con un iniziale evidenza pubblica della ricerca,
- la riorganizzazione e razionalizzazione delle convenzioni,
- la gestione dinamica delle convenzioni e dei vantaggi relativi.

Gli obiettivi ipotizzati possono considerarsi raggiunti se la rivista Italia Oggi Sette, il 9 febbraio 2015, ha scritto *“è certamente l'ente dei medici ... a fornire la gamma più completa di convenzioni. Che spaziano dai servizi bancari ai parchi divertimento passando per l'assistenza fiscale.”*

Particolarmente vantaggiose per gli iscritti sono le sottoscritte convenzioni in ambito finanziario, ricercate dall'Ente per facilitare l'accesso al credito dei medici e degli odontoiatri, sia per le proprie attività professionali (leasing, pos, finanziamento dei piani sanitari) e sia nell'ambito domestico (conti correnti, carte di credito, mutui ipotecari, prestiti chirografari e personali).

#### Mutui ipotecari a favore degli iscritti

Sempre nell'ambito dell'accesso al credito, è da evidenziare che la Fondazione nel 2014 ha stanziato 100 milioni di euro, da erogare nel corso del 2015, per la concessione diretta di mutui ipotecari agli iscritti per l'acquisto e/o ristrutturazione della prima casa o la sostituzione di mutuo già esistente.

Infatti, a partire dal Consiglio Nazionale del Settembre 2014 che ha approvato il bilancio di previsione 2015 della Fondazione e, di conseguenza, anche lo stanziamento dei mutui da erogare agli iscritti, è stato avviato un intenso lavoro che ha consentito, nel Consiglio del 28 maggio 2015, di presentare i seguenti documenti nella loro forma definitiva poi approvata:

- Regolamento per la concessione dei mutui ipotecari agli Iscritti della Fondazione Enpam,
- Bando di concorso 2015,
- Procedura per il recupero delle morosità,

e il 15 giugno seguente di pubblicare il bando approvato che, insieme al regolamento, ha fornito agli iscritti tutte le informazioni ed istruzioni che sovrintendono alla concessione dei mutui.

Nella medesima riunione del 28 maggio sono stati inoltre illustrati al Consiglio anche:

- la legittimità dell'erogazione dei mutui ipotecari agevolati agli iscritti e
- la coerenza dell'ipotesi “mutui agli iscritti” con la AAS della Fondazione.

Visto quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione dell'Ente deliberava di procedere con tutto quanto necessario per l'erogazione dei mutui in parola e, sulla base delle richieste presentate durante il periodo di apertura del Bando di concorso, nella seduta del 27 Novembre 2015, deliberava di:

*“approvare l'erogazione dei mutui ipotecari richiesti, ai sensi del vigente “Regolamento per la concessione dei mutui ipotecari agli iscritti della Fondazione E.N.P.A.M.” e del “Bando di concorso per l'anno 2015 per la concessione dei mutui ipotecari agli iscritti della Fondazione E.N.P.A.M.”, agli iscritti la cui matricola è ricompresa nell'elenco “stato della domanda conforme” di cui all. D che costituisce parte integrante della delibera.”*

per un totale di 223 richieste accolte (su 402 presentate) corrispondenti a € 39.266.765 di ipotetiche erogazioni.

Nella medesima seduta, onde consentire un possibile rapido soddisfacimento delle domande non accolte e delle numerose altre che sono giunte all'Ente dopo la chiusura del bando di concorso 2015, si è richiesto che gli uffici predisponessero al più presto il bando di concorso per l'anno 2016 che è stato prontamente presentato ed approvato dagli organi deliberanti nella seduta del 18 dicembre 2015.

Al momento il settore è impegnato nell'erogazione dei mutui di cui al Bando di concorso 2015 e nell'assistenza agli iscritti per la compilazione delle domande relative al Bando 2016.

#### Le coperture assicurative per i rischi professionali

La copertura assicurativa professionale costituisce per i tanti iscritti Enpam che esercitano le professioni più esposte per loro natura a rischi di contenzioso con i pazienti, un difficile e a volte insostenibile obbligo.

L'Enpam e la Federazione nazionale degli Ordini hanno costituito ad inizio 2015 un gruppo di lavoro comune che, utilizzando e mettendo a profitto le rispettive esperienze e le ricerche di mercato svolte nel 2014, ha l'obiettivo di giungere ad una convenzione con il mondo delle assicurazioni che consenta la tutela assicurativa di tutte le categorie della professione medica.

## Gestione del Patrimonio e degli Investimenti

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

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

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

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

Nel contesto descritto si inseriscono quindi i risultati finanziari del portafoglio di investimento finanziario (1) e del portafoglio immobiliare (2). E' doveroso ribadire che mentre per le attività di investimento finanziario e di portafoglio immobiliare indiretto (investimenti in fondi) è possibile riportare dati ufficiali di mercato, per gli investimenti immobiliari diretti ci si basa, come accennato poc'anzi, a stime del valore di mercato, soggette a cambiamenti.

La **Tabella 1** che segue riporta un aggregato dell'intero portafoglio stimato come fin qui descritto, cui seguirà un commento di dettaglio per blocchi. La colonna del *Contributo Comparativo* indica una misura relativa di contribuzione di ogni singola classe di attivo, ponderata sul peso in % del Patrimonio nel suo complesso. Si segnala che le stime sulle attività finanziarie, e la performance indicata, si riferiscono a valori al netto dei costi di gestione ma al lordo delle imposte. Sulle attività immobiliari, nel portafoglio diretto si indicano i proventi lordi in termini di canoni di affitto e commissioni versate da Enpam Real Estate, mentre per ciò che concerne il portafoglio fondi si indicano valori al lordo delle plusvalenze latenti ed al netto delle minusvalenze effettive in termini di valorizzazione quota, mentre i proventi incassati (dividendi) si intendono al lordo delle imposte.

Portafoglio € milioni		2015								
	Valore 31 dic 2014	Mercato 31 dic 2015	Peso % (a)	Apporti/ rimborsi	Divid/ Canoni	Risultato Economico	Perf.	Contributo Gestione (b) *	Contributo Comparativo (b)/(a) *	Bmark (1)
<b>Portafoglio - mercato</b>	<b>17.281,9</b>	<b>17.992,03</b>	100,00%			292,23	<b>1,7%</b>	<b>100,00%</b>	<b>1,00</b>	<b>1,5%</b>
<b>Tesoreria</b>	<b>878,5</b>	<b>444,16</b>	2,47%	- 434,3		5,97	0,38%	2,04%	0,83	0,04%
<b>Investimenti</b>	<b>16.403,5</b>	<b>17.547,87</b>	97,53%	<b>1.017,06</b>	100,36	286,26	1,69%	<b>97,96%</b>	<b>1,00</b>	<b>1,3%</b>
Comparto Immobiliare	5.973,6	5.645,58	31,38%	- 361,51	100,36	133,85	2,41%	45,80%	1,46	4,2%
Comparto Finanziario	10.429,9	11.902,29	66,15%	1.378,57		152,41	1,46%	52,15%	0,79	0,14%
<b>Comparto Immobiliare Gestione Diretta *</b>	<b>3.052,6</b>	<b>2.333,68</b>	12,97%	- 718,96	<b>28,72</b>	<b>28,72</b>	<b>1,27%</b>	<b>9,83%</b>	<b>0,76</b>	<b>4,2%</b>
Direzionale	1.084,50	1.105,38	6,14%	20,88	18,98	18,98	1,72%	6,49%	1,06	
Residenziale	1.190,94	894,33	4,97%	- 296,60	36,54	36,54	4,09%	12,50%	2,52	
Hotel	604,31	195,62	1,09%	- 408,69	3,76	3,76	1,92%	1,29%	1,18	
Commerciale - altro	172,89	138,35	0,77%	- 34,55	3,75	3,75	2,71%	1,28%	1,67	
Enpam Real Estate srl	-	-	0,00%	-	34,31	34,31	ND	-11,74%	0,00	
<b>Comparto Immobiliare Gestione Indiretta</b>	<b>2.921,0</b>	<b>3.311,90</b>	<b>18,41%</b>	<b>357,45</b>	<b>71,64</b>	<b>105,13</b>	<b>3,39%</b>	<b>35,97%</b>	<b>1,95</b>	<b>4,2%</b>
Antirion Global - Core	597,29	731,02	4,06%	116,22		17,51	2,45%	5,99%	1,47	
Antirion Global - Hotel		244,68	1,36%	244,40	-	0,28	0,11%	0,10%	0,07	
Antirion Aesculapius *PI		87,42	0,49%	87,00		0,42	0,48%	0,14%	0,29	
Antirion Retail - GC	114,75	119,54	0,66%	-	7,22	12,01	10,46%	4,11%	6,18	
AXA - Caesar	51,43	54,75	0,30%	- 1,85	0,83	6,00	12,11%	2,05%	6,75	
AXA - Hadrian		-	-	-	-	-	-	-	na	
Campus Biomedico	10,00	12,90	0,07%	-	-	2,90	29,02%	0,99%	13,85	
CdP - FIA **	6,19	8,09	0,04%	1,85		0,05	0,57%	0,02%	0,35	
Coima - Hicof	15,08	15,82	0,09%	0,29	0,19	0,63	4,13%	0,22%	2,47	
Fabrica - Socrate	9,43	9,40	0,05%	- 0,13		0,10	1,02%	0,03%	0,62	
IDeA Fimit - Ippocrate	1.840,68	1.855,58	10,31%		51,65	66,56	3,62%	22,78%	2,21	
InvestiRE - FIP	84,03	76,13	0,42%	- 7,807	7,66	7,57	9,93%	2,59%	6,12	
InvestiRE - HB	24,65	11,04	0,06%	-	-	13,62	-55,24%	-4,66%	-75,98	
InvestiRE - Spazio Sanità *PI	24,95	26,16	0,15%		1,45	2,66	10,65%	0,91%	6,26	
Prelios - PAI comp. A *PI	0,67	3,49	0,02%	2,81		0,01	0,21%	0,00%	0,13	
Prelios - PAI comp. B *PI		0,54	0,00%	0,50		0,04	7,37%	0,01%	4,22	
Quorum Q3	118,90	-	0,00%	- 116,22	2,65	0,04	-0,03%	-0,01%	na	
Savills - Asian Property II	15,52	16,43	0,09%	0,38		0,53	3,33%	0,18%	1,98	
Sorgente Donatello - Michel	7,40	7,87	0,04%	-		0,47	6,30%	0,16%	3,65	
Threestone - Gefcare		31,07	0,17%	30,00	-	1,07	3,55%	0,36%	2,11	
<b>Comparto Finanziario Gestione Diretta</b>	<b>3.970,1</b>	<b>2.611,5</b>	14,51%	- 1.451,50	24,91	<b>117,88</b>	2,97%	<b>40,34%</b>	<b>2,78</b>	0,02%
<b>Attività Liquide</b>	<b>1.670,4</b>	<b>730,0</b>	4,06%	- 1.000,00	17,11	76,75	4,59%	<b>26,26%</b>	<b>6,47</b>	<b>1,6%</b>
Obb Gov (Titoli di Stato Italia)	1.561,4	611,5	3,40%	- 1.000,00	15,00	65,12	4,17%	22,28%	6,56	0,6%
Azioni (Enel GP, BP Sondrio)	109,0	118,5	0,66%	-	2,11	11,63	10,67%	3,98%	6,04	5,4%
<b>Attività Illiquide</b>	<b>2.299,7</b>	<b>1.881,5</b>	10,46%	- 451,50	7,80	41,13	1,79%	<b>14,07%</b>	<b>1,35</b>	<b>-0,7%</b>
Titoli strutturati	2.299,7	1.626,5	9,04%	- 706,50	7,80	41,13	1,79%	14,07%	1,56	-0,7%
Prestito obb Gemelli *PI		30,0	0,17%	30,00		-		0,00%		
Banca d'Italia *PI		225,0	1,25%	225,00		-		0,00%		
<b>Comparto Finanziario Gestione Indiretta</b>	<b>6.459,8</b>	<b>9.290,8</b>	51,64%	<b>2.830,07</b>	-	<b>34,53</b>	0,53%	<b>11,82%</b>	<b>0,23</b>	0,59%
<b>Attività Liquide</b>	<b>6.300,39</b>	<b>9.113,69</b>	50,65%	2.816,00	-	30,95	0,89%	<b>10,59%</b>	<b>0,21</b>	<b>0,5%</b>
Gestioni Attive	1.267,90	3.137,44	17,44%	1.840,00		34,23	2,70%	11,71%	0,67	2,2%
Gestioni Indicizzate	4.712,50	5.584,68	31,04%	887,00		14,14	0,30%	4,84%	0,16	0,6%
Fondi	319,99	391,57	2,18%	89,00	-	17,42	-5,45%	-5,96%	-2,74	-7,1%
<b>Attività Illiquide</b>	<b>159,41</b>	<b>177,07</b>	0,98%	14,07	-	3,59	2,25%	<b>1,23%</b>	<b>1,25</b>	<b>2,9%</b>
Fondi Private Equity	72,61	61,82	0,34%	- 12,95		2,16	2,98%	0,74%	2,16	5,3%
Fondi Hedge	27,51	62,89	0,35%	35,35		0,03	0,12%	0,01%	0,03	-1,0%
Polizze	58,65	33,38	0,19%	- 28,97		3,71	6,33%	1,27%	6,85	1,6%
Fondi Venture Capital *PI	0,65	18,98	0,11%	20,65	-	2,32	na	-0,80%	-7,54	5,3%

**Note:**

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

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

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

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

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

Performance del benchmark finanziario: escluso immobiliare e tesoreria operativa

\*PI identifica gli investimenti di portafoglio istituzionale



È importante notare che la variazione nel valore del patrimonio nel corso dell'anno, dipende essenzialmente da due fattori: la nuova liquidità che entra nel portafoglio grazie al saldo previdenziale positivo, e la cassa generata dagli investimenti e la loro variazione di valore a mercato.

In considerazione del cambiamento degli scenari macroeconomici, la revisione dell'Asset Allocation Strategica (AAS) rappresenta sicuramente una delle attività da implementare con la massima priorità.

Infatti, l'attuale AAS è del 2012 e ha come riferimento una curva dei tassi di interesse decisamente molto diversa da quella attuale.

Nel 2012 i tassi di interesse erano positivi e mediamente più alti del 3%: oggi il livello dei tassi continua infatti ad essere mediamente negativo nell'eurozona, non solo nel brevissimo ma fino a circa 5/6 anni; è necessario arrivare a scadenze trentennali sulla curva di riferimento europea per ottenere rendimenti di circa il 2%.

L'esercizio di AAS sarà consequenziale all'esercizio aggiornato del Bilancio Tecnico, da verificare dopo tre anni di entrata a regime dei nuovi regolamenti. In attesa della rivisitazione della AAS e alla luce dell'attuale situazione di incertezza sui trend di fondo del mercato e in considerazione anche del fatto che in fasi discendenti il beneficio delle diversificazione diminuisce, dal punto di vista operativo continueremo verso un progressivo aumento del peso delle gestioni attive, al fine di implementare strategie d'investimento che siano in grado di gestire maggiormente il rischio e selezionare meglio le opportunità offerte da un incremento della volatilità.

#### **PORTAFOGLIO FINANZIARIO (1).**

Il portafoglio Finanziario nella tabella riporta il valore di mercato ad inizio anno, il valore di mercato a fine anno, il rendimento di mercato stimato nel 2015, la stima del risultato di gestione a mercato ed il relativo rendimento sul capitale medio investito, il rendimento del benchmark di riferimento.

Il portafoglio è stato suddiviso principalmente tra:

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

Inoltre è stata inserita una ulteriore classificazione tra attività liquide e attività illiquide, intendendo con questo distinguere la pronta liquidabilità sul mercato del portafoglio di investimento. Su circa 12,4 (inclusa la Tesoreria) miliardi di investimenti finanziari la componente illiquida è riferibile principalmente ai 2,1 miliardi relativi ai titoli strutturati, la partecipazione in Banca di Italia e i fondi di Private Equity.

2015										
Portafoglio € milioni	Valore 31 dic 2014	Mercato 31 dic 2015	Peso % (a)	Apporti/ rimborsi	Divid/ Canoni	Risultato Economico	Perf.	Contributo Gestione (b) *	Contributo Comparativo (b)/(a) *	Bmark (1)
Comparto Finanziario	10.429,9	11.902,29	66,15%	1.378,57		152,41	1,46%	51,68%	0,78	0,14%
<b>Comparto Finanziario Gestione Diretta</b>	<b>3.970,1</b>	<b>2.611,5</b>	<b>14,51%</b>	<b>- 1.451,50</b>	<b>24,91</b>	<b>117,88</b>	<b>2,97%</b>	<b>39,97%</b>	<b>2,75</b>	<b>0,02%</b>
Attività Liquide	1.670,4	730,0	4,06%	- 1.000,00	17,11	76,75	4,59%	26,02%	6,41	1,6%
Obb Gov (Titoli di Stato Italia)	1.561,4	611,5	3,40%	- 1.000,00	15,00	65,12	4,17%	22,08%	6,50	0,6%
Azioni (Enel GP, BP Sondrio)	109,0	118,5	0,66%	-	2,11	11,63	10,67%	3,94%	5,99	5,4%
Attività Illiquide	2.299,7	1.881,5	10,46%	- 451,50	7,80	41,13	1,79%	13,95%	1,33	-0,7%
Titoli strutturati	2.299,7	1.626,5	9,04%	- 706,50	7,80	41,13	1,79%	13,95%	1,54	-0,7%
Prestito obb Gemelli *PI		30,0	0,17%	30,00		-		0,00%		
Banca d'Italia *PI		225,0	1,25%	225,00		-		0,00%		
<b>Comparto Finanziario Gestione Indiretta</b>	<b>6.459,8</b>	<b>9.290,8</b>	<b>51,64%</b>	<b>2.830,07</b>	<b>-</b>	<b>34,53</b>	<b>0,53%</b>	<b>11,71%</b>	<b>0,23</b>	<b>0,59%</b>
Attività Liquide	6.300,39	9.113,69	50,65%	2.816,00	-	30,95	0,89%	10,49%	0,21	0,5%
Gestioni Attive	1.267,90	3.137,44	17,44%	1.840,00		34,23	2,70%	11,61%	0,67	2,2%
Gestioni Indicizzate	4.712,50	5.584,68	31,04%	887,00		14,14	0,30%	4,79%	0,15	0,6%
Fondi	319,99	391,57	2,18%	89,00	-	17,42	-5,45%	-5,91%	-2,71	-7,1%
Attività Illiquide	159,41	177,07	0,98%	14,07	-	3,59	2,25%	1,22%	1,24	2,9%
Fondi Private Equity	72,61	61,82	0,34%	- 12,95		2,16	2,98%	0,73%	2,14	5,3%
Fondi Hedge	27,51	62,89	0,35%	35,35		0,03	0,12%	0,01%	0,03	-1,0%
Polizze	58,65	33,38	0,19%	- 28,97		3,71	6,33%	1,26%	6,78	1,6%
Fondi Venture Capital *PI	0,65	18,98	0,11%	20,65	-	2,32	na	-0,79%	-7,47	5,3%

**Note:**

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

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

\*PI identifica gli investimenti di portafoglio istituzionale

(1) Performance del benchmark finanziario: escluso immobiliare e tesoreria operativa

Nelle prime due colonne sono riportati i valori di mercato delle attività finanziarie gestite.

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

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

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

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

L'andamento del Portafoglio Finanziario della Fondazione negli ultimi quattro anni (2012-2015) si può sintetizzare nei seguenti dati:

- nuovi investimenti per circa 8 miliardi di Euro (gestioni attive e indicizzate);
- operazioni di efficientamento portafogli in gestione indiretta (ex GPM e Fondi) preesistenti per circa 2 miliardi di Euro;
- monitoraggio rischio e vendite opportunistica titoli strutturati per circa euro 500 milioni
- rendimento mark to market 32,4% (7,3% annuo);
- rendimento della AAS (escluso immobiliare) del 22,3% (5,2% annuo);
- risultato di gestione oltre 2 miliardi di Euro.

### Portafoglio in Gestione Diretta: euro 2,6 miliardi

*Attività Liquide: euro 730 milioni*

### Obbligazioni Governative: euro 612 milioni

Il Portafoglio Obbligazionario di titoli governativi (controvalore di mercato a fine anno di euro 611,5 milioni) archivia l'esercizio con risultato positivo (pari a circa il 4,1%) superiore al parametro di riferimento di lungo periodo dell'asset allocation strategica (JPM EMU GBI), con un extrarendimento complessivo di circa 350 punti base. Nel terzo trimestre dell'anno si è registrato il rimborso di titoli governativi a breve e medio termine per totale di circa un miliardo di euro.

In relazione ad un periodo che va dal marzo del 2009 alla fine dello scorso esercizio, mediamente si stima che questa componente del portafoglio diretta investita in governativi abbia realizzato un rendimento annuo intorno al 6,3%, superiore di circa 110 punti base rispetto a quanto archiviato dal mercato europeo dei governativi nello stesso orizzonte temporale (5,2%).

Obbligazioni Governative (al 31/12/2015)	Prezzo	Nominale	Valore	Rendimento 2015			Rend. annuo da		
				Port.	Bmk	Diff.	Port.	Bmk	Diff.
in milioni di Euro									
Descrizione titolo		793,7	611,5	4,1%	0,6%	3,5%	6,3%	5,2%	1,1%
BTPS 3 11/01/15	-	0,0	0,0	0,3%	0,0%	0,3%	3,0%	5,4%	-2,4%
BOTS 0 12/14/15	-	0,0	0,0	0,3%	0,0%	0,3%	0,4%	0,1%	0,4%
BTPS 2.35 09/15/19	109,51	25,0	30,5	3,4%	1,7%	1,7%	5,0%	5,3%	-0,3%
BTPS 2.6 09/15/23	117,64	23,1	31,2	6,0%	1,7%	4,3%	6,4%	5,2%	1,2%
BTPSH 0 11/01/27	78,12	23,6	18,5	9,9%	1,7%	8,2%	11,6%	5,2%	6,4%
BTPSS 0 05/01/28	76,21	23,6	18,0	9,4%	1,7%	7,7%	11,5%	5,2%	6,3%
BTPSS 0 11/01/28	75,28	23,6	17,8	11,0%	1,7%	9,2%	11,5%	5,2%	6,3%
BTPSS 0 05/01/29	73,85	23,6	17,4	10,8%	1,7%	9,1%	11,4%	5,2%	6,2%
BTPSH 0 11/01/29	73,42	651,1	478,1	11,6%	1,7%	9,9%	11,3%	5,2%	6,1%

Azioni: euro 118 milioni

Il Portafoglio Azionario diretto si compone di due titoli (Banca Popolare di Sondrio ed Enel Green Power) per un controvalore di mercato a fine dicembre di circa 118 milioni di euro. Nel 2015 la performance complessiva realizzata è stata pari a circa +10,7%, decisamente superiore rispetto all'andamento del mercato azionario europeo (MSCI Europe TR) che ha archiviato gli ultimi 12 mesi con un + 5,4%.

In entrambi i casi il mercato ha premiato sia le scelte gestionali ed operative dei rispettivi sia le migliori condizioni macroeconomiche dell'Italia. In particolare per Enel Green Power, l'annuncio ai mercati il 18 novembre 2015 della operazione di fusione con la controllante Enel (da completare nel corso del 2016), ha contribuito al rialzo dei corsi. Anche per la Banca Popolare di Sondrio, l'intervento del governo con la legge sulla trasformazione in SpA delle grandi banche popolari ha spinto in alto i prezzi.

Nell'ottica del medio lungo-periodo la sovraperformance 2015 non modifica sostanzialmente la under performance di lungo periodo rispetto al mercato azionario europeo.

Azioni (al 31/12/2015)	Prezzo	Numero	Valore	Rendimento 2015			Rend. annuo da		
				Port.	Bmk	Diff.	Port.	Bmk	Diff.
				in mil. di Euro					
Descrizione titolo			118,5	10,7%	5,4%	5,3%	5,0%	7,3%	-2,3%
ENEL GREEN POWER SPA *	1,88	62.500.000	117,7	10,6%	5,4%	5,1%	5,0%	7,3%	-2,3%
BANCA POPOLARE DI SONDRIO **	4,15	198.240	0,8	36,0%	5,4%	30,5%	1,8%	3,1%	-1,3%

\* Le azioni sono state comprate la prima volta in emissione nel 2010. Stima since inception con dividendi non reinvestiti

\*\* Le azioni sono state comprate la prima volta in emissione nel 2000 e nei successivi aumenti di capitale. Stima since inception con dividendi reinvestiti

Attività Illiquide: euro 1,9 miliardi

Obbligazioni Corporate: euro 1,6 miliardi

Il Portafoglio Obbligazioni Corporate è composto da titoli strutturati con emittenti bancari, prevalentemente europei e anglosassoni, o loro veicoli di *EMTN programme*. L'elenco dei titoli è riportato nella nota integrativa del bilancio. I titoli sono stati comprati nel corso degli anni che vanno dal 2001 al 2009 e hanno diverse strutture come sottostante: ci sono CDO e credit linked, CMS e inflation linked, indici di commodity, indici azionari, CPPI, hedge funds.

Il portafoglio strutturati ha una scadenza media di 4,2 anni, una duration modificata di 4,2 anni e un tasso cedolare di circa lo 0,4%.

Il portafoglio ad inizio anno contava 58 obbligazioni strutturate per un totale di valore di mercato di 2,3 miliardi. Ne rimangono 46 a fine 2015.

Nel corso dell'anno sono stati 1) rimborsati 8 titoli per complessivi euro 320 milioni di nominale che complessivamente evidenziano un rendimento del 2,7% p.a. dall'origine delle operazioni di investimento e 2) venduti 4 titoli per euro 272 milioni di nominale che complessivamente evidenziano un rendimento del 1,2% p.a. dall'origine delle operazioni di investimento. Complessivamente tutti i titoli usciti nel 2015 hanno evidenziato un rendimento del 2,0% p.a. dall'origine delle operazioni di investimento.

Alla fine dell'anno il portafoglio in essere è valutato, sulla base delle quotazioni fornite dalle banche, 1.627 milioni di Euro (valore che comprende la liquidità di pertinenza dei CDO di cui si fornisce dettaglio successivamente).

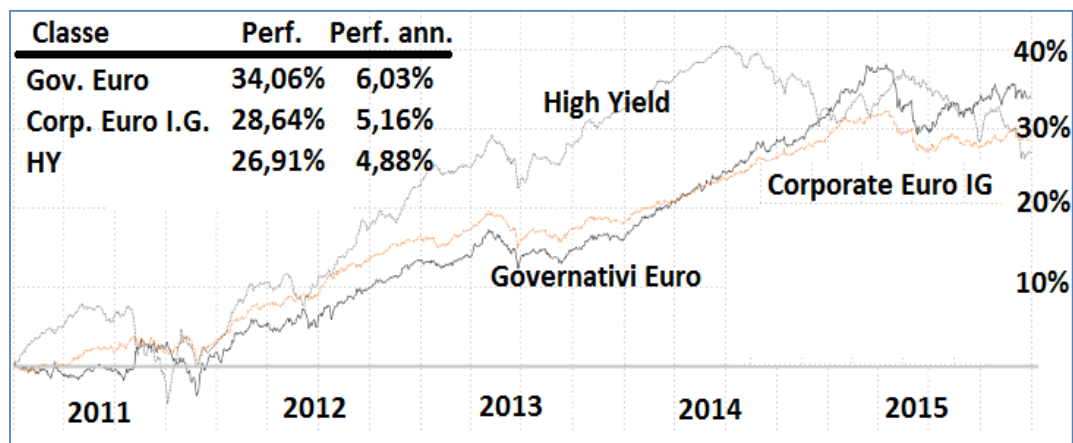
In particolare si evidenzia nella seguente tabella una analisi finanziaria complessiva del portafoglio strutturati in base ai titoli scaduti negli ultimi 5 anni ed i titoli rimanenti a fine 2015.

In questa tavola si tiene conto di tutti i valori investiti nel portafoglio, compresa la liquidità dei CDO ristrutturati e le commissioni di performance implicite nei CDO ristrutturati nel 2010. Si ricorda che parte della liquidità conferita è già passata come costo di ristrutturazione nei bilanci precedenti.

Il portafoglio nella sua interezza (sia i titoli rimasti che quelli rimborsati) nel 2015 rileva quindi un performance dell'1,8%, superiore a quella dei benchmark della AAS, a cui viene considerato esposto, che segna un -0,7%. Con una duration significativamente più bassa del mercato il portafoglio esprime una rischiosità inferiore a quella del mercato corporate euro.

Titoli strutturati (valori in milioni di Euro)	Scadenza	Costo	Valore di mercato	2015		Da inizio investimento	
				Cedole	Rendimento	Cedole totali	Rendimento annuo
<i>Titoli in portafoglio ad inizio 2011</i>		<b>3.088,6</b>	<b>3.238,0</b>			<b>394,5</b>	<b>1,8%</b>
<i>Titoli usciti dal portafoglio per rimborso o vendita anticipata nell'anno</i>	<b>2011</b>	222,2	204,1			43,4	1,6%
	<b>2012</b>	181,9	194,6			47,2	4,2%
	<b>2013</b>	312,9	311,7			59,5	2,4%
	<b>2014</b>	183,4	193,9			46,1	2,7%
<i>Titoli in portafoglio ad inizio anno</i>	<b>2015</b>	<b>2.188,1</b>	<b>2.333,8</b>	<b>7,8</b>	<b>1,8%</b>	<b>198,3</b>	<b>1,5%</b>
<i>Scaduti nel 2015</i>		319,6	383,8	1,1	3,5%	14,4	2,7%
<i>Venduti nel 2015</i>		297,1	322,7	-	1,2%	32,7	1,2%
<i>Rimanenti al 31/12/2015</i>		1.571,3	1.627,2	6,7	1,6%	151,1	1,3%
<i>Titoli che scadono nel (esclusi CDO)</i>	<b>2016</b>	297,3	306,9	2,0	1,6%	48,7	1,8%
<i>Titoli che scadono nel (esclusi CDO)</i>	<b>2017</b>	252,6	247,9	2,5	3,6%	26,2	0,9%
<i>Titoli che scadono nel (esclusi CDO)</i>	<b>2018</b>	180,0	187,7	0,5	1,6%	14,8	1,4%
<i>Titoli che scadono nel (esclusi CDO)</i>	<b>2019</b>	13,9	14,1	-	2,7%	3,0	2,4%
<i>Titoli che scadono nel (esclusi CDO)</i>	<b>dopo il 2020</b>	335,0	367,7	0,2	0,2%	30,1	1,7%
<i>CDO</i>		492,6	502,8	1,5	1,6%	28,3	0,8%

Il benchmark proxy dato dalle tre principali esposizioni del portafoglio (titoli corporate euro, titoli high yield e titoli governativi euro) evidenzia un sostanziale assestamento nel 2015 dei mercati di riferimento dopo il rally dei precedenti quattro anni. Il grafico riporta l'andamento degli indici negli ultimi anni dove hanno evidenziando una performance media intorno al 5% annuo.



Nel più lungo periodo di investimento si evidenzia che il comparto di portafoglio ha fornito una remunerazione annua abbastanza contenuta cioè dell'1,8%, caratteristica di questo tipo di strumenti poco trasparenti e costosi, che di fatto li rendono poco adatti ad un investitore istituzionale e che l'Ente ha deciso di non sottoscrivere ormai da diversi anni.

Nel dettaglio dell'andamento dei singoli titoli emergono i maggiori e minori contributori del 2015:

n.	Isin	Descrizione Investimento	Valore Nominale	2015	Rendimento da inizio (p.a.)
1	XS0273975499	JP MORGAN 10Y RANGE ACCRUAL SNOWBALL 15/11/2016	10.000.000	13,8%	3,3%
2	XS0285465729	BARCLAYS BANK PLC 12Y USD Principal Protected Note linked to Income Plus (USD) Index 08/02/2019	5.000.000	11,3%	4,0%
3	XS0342786281	BARCLAYS BANK PLC 10Y SAPHIR NOTE 29/01/2018	20.000.000	8,3%	0,9%
4	XS0187695225	ABN AMRO SELECT DIVIDEND DJEUROSTOXX 20/03/2017	10.000.000	8,1%	2,5%
5	XS0206078825	XELO II "CAMELOT" 1/11/2029 LECCE	90.500.000	7,4%	2,0%
6	XS0345444508	BANCO ESPANOL DE CREDITO 8Y Livestock Revolution Index Note 11/02/2016	15.000.000	6,2%	3,9%
7	XS0235773644	TER FINANCE FRN 23/11/2017	100.000.000	5,6%	0,8%
8	XS0525122718	CREDIT SUISSE EUR Credit Linked Notes Linked to European Inflation 26/07/2021	65.000.000	5,2%	-1,0%
9	XS0287598279	BNP PARIBAS 10Y Driver on Stocks Basket (EUR) 100% Capital protected 20/02/2017	10.000.000	4,3%	5,7%
10	XS0238128861	ROYAL BANK OF SCOTLAND EMTN SR 2481 2005 - 28/12/2021	30.000.000	3,6%	2,7%

Nel 2015 si evidenzia la maggior ripresa di valore dei titoli in dollari e di quelli esposti ad indici azionari.

Tra i peggiori titoli quelli con sottostante hedge fund che hanno sofferto il ritorno della volatilità sui mercati nella seconda parte dell'anno.

n.	Isin	Descrizione Investimento	Valore Nominale	2015	Rendimento da inizio (p.a.)
1	XS0190924539	SGA CALL ON MAX 8 COUPON 19/08/2016	20.000.000	0,3%	2,3%
2	XS0238703390	ETHICAL CDO I SERIES 5 2005 - 20/03/2016	30.000.000	0,1%	1,2%
3	XS0294986103	JP MORGAN 9Y TARN SPI Note on JP Morgan INCOMEFX EUR 20/06/2016	20.000.000	0,1%	1,5%
4	XS0187723969	CORSAIR FINANCE ABBACUS SIM OBBLIGAZIONI 25/10/2032	10.000.000	-0,2%	0,7%
5	XS0294148829	BARCLAYS BANK PLC 12Y EUR Principal Protected Note linked to Income Plus (EUR) Index 08/04/2019	5.000.000	-0,7%	1,7%
6	XS0285465307	BARCLAYS BANK PLC 12Y EUR Principal Protected Note linked to Income Plus (EUR) Index 08/02/2019	5.000.000	-0,8%	1,8%
7	XS0226409687	MAN BLUECREST Ltd 30/09/2018	25.000.000	-1,3%	4,0%
8	XS0254468019	CORSAIR FINANCE SPI ROTATOR ON S&P FUNDS ON A STATIC PORTFOLIO NOTE 20/02/2029	74.000.000	-1,8%	1,2%
9	XS0338352213	ART 5 Series 152 Hedge Fund Performance linked Notes 20/06/2023	100.000.000	-2,7%	1,6%
10	XS0338352304	ART 5 Series 153 Alternative Asset Performance linked Notes 20/06/2023	30.000.000	-4,4%	5,1%

#### *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 fine 2015 è pari ad euro **502,8 milioni**. Questo valore comprende le seguenti componenti:

- **i portafogli CDO** gestiti attivamente, per un valore pari ad euro **+305,3 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 a disposizione dei manager dei CDO per la loro attività di gestione. Questo valore oggi è ad euro **+32,9 milioni**;
- **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 2015 essi avevano i seguenti valori:
  - BEI euro 67.900.000 XS0411137317 all'interno della nota Corsair 6.12 XS0254468019, euro **+109,7 milioni**;
  - BTP euro 90.500.000 IT0001312773 all'interno della nota Xelo II Camelot XS0206078825, euro **+66,9 milioni**.
- **altre componenti di valore** per complessivi **euro +3,7 milioni**:
  - l'opzione cedolare fissa a scadenza, pari al 10% del valore nominale del titolo Xelo Camelot XS0324333086;
  - 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;
- **commissioni per euro -16 milioni**:
  - commissioni di performance dovute in futuro ai Gestori sulla base dei risultati complessivamente prodotti e stimate alla chiusura dell'esercizio (-17,6 milioni);
  - accantonamento per commissioni future, pari ad euro (+1,5 milioni).

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

Titoli strutturati (valori in milioni di Euro)	Scadenza	Costo	Valore di mercato	2015		Da inizio investimento	
				Cedole	Rendimento	Cedole totali	Rendimento annuo
<b>Totale CDO</b>		<b>749,7</b>	<b>774,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4%</b>	<b>34,2</b>	<b>0,8%</b>
<i>CDO venduti</i>		<b>257,1</b>	<b>271,2</b>	-	<b>1,0%</b>	<b>5,9</b>	<b>0,8%</b>
XS0259719572 TER FINANCE Fm (JERSEY) LIMITED	20/12/16	75,2	69,2	-	2,9%	3,8	-0,3%
XS0275159167 EIRLES TWO 10Y EUR MOMENTUM	01/11/29	91,4	104,0	-	0,9%	2,1	1,7%
XS0279156714 TER FINANCE Fm (JERSEY) LIMITED	12/11/29	90,5	98,0	-	-0,3%	-	0,9%
<i>CDO rimanenti</i>		<b>492,6</b>	<b>502,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6%</b>	<b>28,3</b>	<b>0,8%</b>
XS0243385688 CORSAIR FINANCE No.6 Ltd Rotating	20/03/16	32,2	32,2	0,5	1,6%	3,3	1,0%
XS0238703390 ETHICAL CDO I SERIES 5 2005 -	20/03/16	32,2	31,7	1,0	0,1%	4,4	1,2%
XS0324333086 XELO PUBLIC LIMITED COMPANY	20/12/17	166,2	142,1	-	2,2%	14,2	-0,7%
XS0254468019 CORSAIR FINANCE SPI ROTATOR ON	20/02/29	171,7	185,8	-	-1,8%	6,4	1,2%
XS0206078825 XELO II "CAMELOT" 1/11/2029 LECCE	01/11/29	90,3	111,0	-	7,4%	-	2,0%

Il valore complessivo medio dei soli portafogli Cdo è passato dal 28,47% alla data di ristrutturazione, al 98,00% a dicembre 2015.