

### **Investimenti patrimoniali – Valutazione e politiche di gestione del rischio**

Si riporta qui di seguito la rappresentazione complessiva del patrimonio da reddito, con l'indicazione percentuale di ciascun componente di esso, raffrontata con quella dell'esercizio precedente, considerando le quote di partecipazione in società e fondi immobiliari facenti parte dell'asset immobiliare in largo senso inteso.

|   | 2016                  | %              | 2015                  | %              |
|---|-----------------------|----------------|-----------------------|----------------|
| <b>Attività immobiliari</b>                                 | <b>4.934.951.999</b>  | <b>27,46%</b>  | <b>4.678.455.753</b>  | <b>28,32%</b>  |
| Immobili ad uso di terzi                                    | 1.407.398.760         | 7,83%          | 1.518.740.872         | 9,19%          |
| Partecipazione in società e fondi immobiliari               | 3.527.553.239         | 19,63%         | 3.159.714.881         | 19,12%         |
| <b>Attività finanziarie</b>                                 | <b>13.035.367.804</b> | <b>72,54%</b>  | <b>11.843.340.533</b> | <b>71,68%</b>  |
| Immobilizzazioni finanziarie                                | 1.078.884.487         | 6,00%          | 2.377.473.660         | 14,39%         |
| Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni | 11.407.950.395        | 63,48%         | 9.021.710.334         | 54,60%         |
| Disponibilità liquide                                       | 548.532.922           | 3,05%          | 444.156.539           | 2,69%          |
| <b>Totale</b>   | <b>17.970.319.803</b> | <b>100,00%</b> | <b>16.521.796.286</b> | <b>100,00%</b> |

La tabella precedente riguarda solo il patrimonio da reddito e non tiene conto quindi dei fabbricati ad uso della Fondazione, dei terreni e delle immobilizzazioni in corso e acconti, anche essi iscritti tra le immobilizzazioni materiali quali cespiti patrimoniali per complessivi € 180.848.658.

Di contro, tra le attività finanziarie sono comprese anche le disponibilità liquide per € 548.532.922 che, pur produttive di reddito, non costituiscono ancora veri e propri investimenti mobiliari. Considerando tali voci, rispettivamente in aggiunta ed in detrazione, la ripartizione degli investimenti patrimoniali porrebbe quelli immobiliari al 29,06% e quelli mobiliari al 70,94% del totale.

I valori medi contabili delle suseposte attività e la redditività prodotta possono essere così riepilogati:

- gli immobili ad uso di terzi hanno prodotto una redditività linda pari al 4,51%, al netto dei costi gestionali pari al 1,40% ed al netto delle imposte pari al -0,69%;
- le partecipazioni in società e fondi immobiliari hanno prodotto una redditività linda pari al 3,09 % e netta pari al 2,67 % (comprensiva di valori di mercato);
- le immobilizzazioni finanziarie e le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (titoli, azioni, partecipazioni, altri investimenti) hanno prodotto una redditività linda pari al 4,54% al netto degli oneri di gestione pari al 4,34% ed al netto anche delle imposte pari al 3,48% (comprese delle plusvalenze non iscrivibili).

I tassi di redditività suseposti così calcolati sono relativi alla totalità degli investimenti e sono dati dal rapporto fra il risultato netto della gestione finanziaria e la consistenza media dei valori mobiliari.

In osservanza del criterio di prudenza dettato dal Codice Civile, il patrimonio mobiliare non comprende la plusvalenza derivante dal confronto tra il valore di carico dei titoli in bilancio ed il valore di mercato che ammonta a complessivi € 773.811.066 quale

valore netto risultante da € 384.994.656 di plusvalenze implicite riferite all'attivo circolante sia in gestione diretta che presso le gestioni patrimoniali, da € 232.273.644 quale netto plus relativo alle partecipazioni in società e fondi immobiliari e da € 156.542.766 quale netto plus per i titoli immobilizzati. Inoltre considerando il valore di mercato del patrimonio immobiliare diretto stimato su basi Nomisma si evidenzierebbe un ulteriore plusvalore di € 770 milioni. Il patrimonio complessivo, se si considerassero tali maggiori valori, sarebbe quindi pari ad € 19.514.130.869.

### L'Economia.

Il 2016, anche se è stato definito per l'economia globale un anno poco brillante dal Fondo Monetario Internazionale, ha visto porsi al centro dell'attenzione importanti eventi politici il cui impatto rappresenta, al momento, uno dei principali elementi di valutazione sui rischi che minacciano la crescita futura delle economie, sia sviluppate sia emergenti.

La crescita globale si è attestata al +3,1%, sugli stessi livelli visti nel 2015, con un segno positivo che si è diffuso in più paesi.

Le economie sviluppate hanno registrato un lieve rallentamento della crescita che passa dal 2,1% del 2015 all'1,6% del 2016. Le economie emergenti si sono attestate su tassi di crescita stabilmente superiori al 4% grazie all'area sud-est asiatica ancora trainante (+6,7%), con l'area dell'America Latina ancora negativa (-3,5%) mentre migliora la Russia grazie alla stabilizzazione dei prezzi del petrolio.

Tra le economie sviluppate l'espansione dell'area Euro si è ridotta all'1,7% dal 2,0% del 2015 (rivisto) e gli USA hanno registrato una crescita dell'1,9%, che rallenta rispetto al 2,6% del 2015. È andata meglio l'economia sia del Regno Unito (+2,0%) sia dell'Australia, che appare più slanciata (+2,3%).

All'interno dell'Area Euro, dove la Grecia ha registrato l'unico segno negativo, l'Irlanda (+7,2%) e la Spagna (+3,2%) hanno presentato i tassi di crescita più elevati, la Germania ha migliorato leggermente all'1,7% mentre l'Italia ha consolidato una ripresa all'1%, vicino alla Francia (+1,2%).

In valori assoluti il Prodotto Interno Lordo (base in dollari) registra sempre gli USA al comando con 18.036 miliardi (17.968 nel 2015) seguiti dalla Cina con 11.008 miliardi (11.385 del 2015) e dalla zona Euro (11.602 miliardi).

L'Italia si attesta all'8º posto, dopo l'India, con 1.821 miliardi superando il Brasile (1.774 mld), il Canada (1.550 mld), la Corea del Sud (1.378 mld), l'Australia (1.339 mld).

Le previsioni del Fondo Monetario Internazionale vedono un significativo miglioramento della crescita dopo che si è assistito ad un forte rimbalzo nella seconda metà del 2016, per la maggior parte inatteso, grazie al minor ricorso alle scorte e all'espansione della produzione industriale. In particolare ciò ha, di fatto, rimodulato le attese per una crescita nel 2017-2018 del 3,4%-3,6% trainata in particolare dagli USA la cui economia al momento sembra avvicinarsi velocemente al tasso di pieno impiego.

Negli USA e nel Regno Unito, alla fine del 2016, si registrano ulteriori cali del tasso di disoccupazione che si attestano al 4,7% e 4,8% rispettivamente, centrando i target di piena occupazione attesi. Anche l'Eurozona ha registrato un significativo

miglioramento dal 10,4% al 9,6% ma la distanza per colmare la piena occupazione rimane elevata e, soprattutto, con notevoli disparità tra i diversi paesi.

Nell'Area Euro la Germania si sta avvicinando per prima alla piena occupazione, con un tasso di disoccupazione al 5,9%, seguita dai Paesi Bassi e l'Irlanda con tassi tra il 6% e l'8%. Gli altri paesi sono in una situazione di miglioramento marginale ma ancora distanti con la Francia e l'Italia, rispettivamente al 10% e 12%, la Spagna al 18,6%, in forte riduzione ma elevato, e la Grecia al 23,7%.

In Giappone l'indicatore è sceso ancora al 3,0% rispetto al 3,3% dell'anno precedente.

Il tasso di inflazione annuo ha registrato un'accelerazione verso la fine del 2016 a causa del forte recupero dei prezzi del petrolio del II semestre anche se l'inflazione "core" rimane sotto i target di lungo periodo. Tuttavia la "fiammata" si è registrata e si sta protraendo anche nei primi mesi del 2017.

Negli USA l'inflazione è passata dallo 0,7%, nel 2015, al 2% nel 2016 per finire al 2,7% in febbraio 2017. Nell'area Euro è passata dallo 0,1% all'1% per finire al 2%. In Germania la progressione è stata ancora più accentuata con il tasso di inflazione a febbraio 2017 al 2,2%. L'Italia registra una dinamica simile ma su livelli più contenuti chiudendo l'anno al +0,5% e febbraio 2017 al +1,6%

Questi dati hanno portato le Banche centrali, ancora per la maggior parte con impostazioni di politica monetaria accomodanti, a monitorare attentamente la situazione al fine di calibrare interventi adeguati a ridurre il rischio che lo stimolo monetario produca effetti fuori controllo.

In particolare la FED, dopo quello di dicembre 2015, ha innalzato il tasso di sconto ancora una volta in dicembre ed ha accelerato successivamente nel febbraio 2017 considerando il rischio di un eccesso di stimoli che potrebbe venire dalla politica fiscale della nuova amministrazione Trump.

La BCE si è trovata in mezzo al guado con paesi che necessitano di una politica monetaria ancora accomodante e la Germania che spinge per anticipare la politica restrittiva prima della fine dell'anno. Inevitabilmente ciò si è tradotto in forti contrasti sul programma di acquisti titoli della BCE sul mercato secondario, che la Germania vorrebbe diminuire più velocemente. Il programma di acquisto di titoli è stato protratto fino alla fine del 2017 dimezzando l'importo a 30 miliardi al mese. Il Consiglio Direttivo della BCE recentemente ha deciso di riportare l'importo a 60 miliardi ribadendo di estendere il programma anche nel 2018, se necessario.

### **I mercati finanziari.**

Il 2016 dei mercati finanziari si è caratterizzato in tre fasi, con effetti diametralmente opposti alla fine dell'anno.

Nel primo trimestre 2016 gli operatori hanno scontato i rischi di rallentamento delle economie con forti vendite sui mercati azionari e acquisti su quelli obbligazionari. Successivamente nel secondo e terzo trimestre le aspettative si sono stabilizzate una volta assorbiti gli effetti della inattesa vittoria della "Brexit".

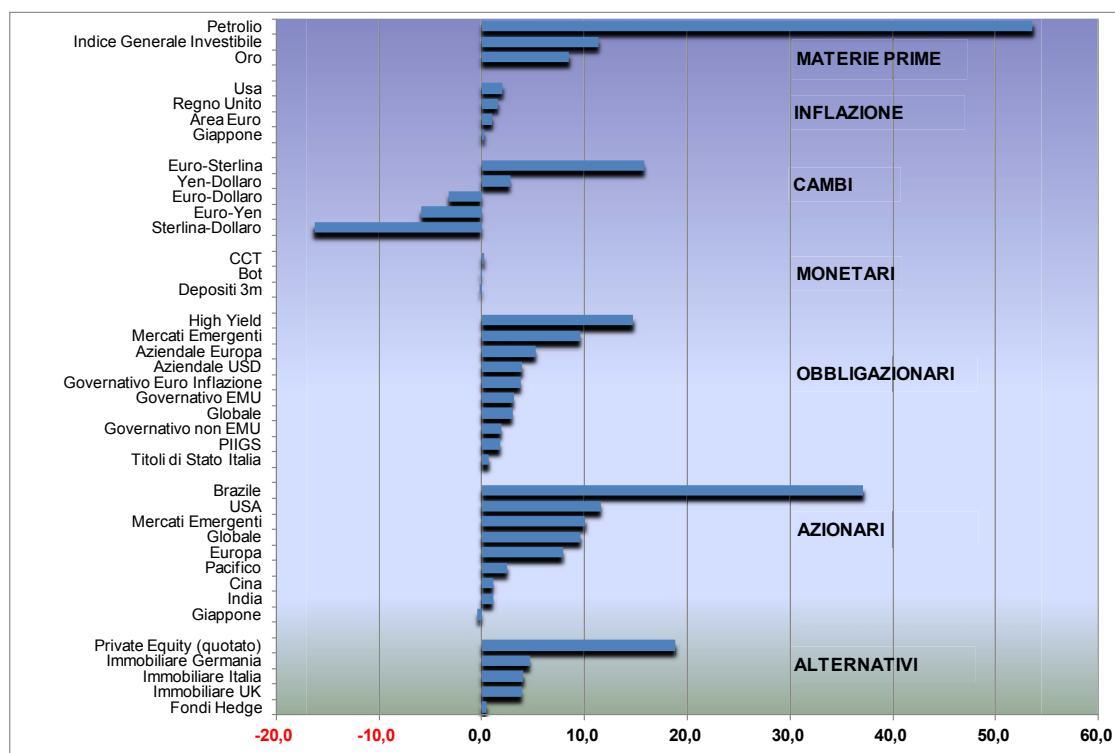
Nell'ultimo trimestre, con le elezioni americane, le parti si sono invertite con gli operatori che si sono orientati più alla crescita e al rischio di politiche monetarie in accelerazione verso posizioni meno accomodanti, causando forti vendite sull'obbligazionario e acquisti sui mercati azionari sviluppati.

**L'indice globale azionario**, ha fatto registrare alla fine del 2016 un progresso del +9,7%, con maggiori rialzi nei mercati dei paesi emergenti (+10,1%).

In particolare il mercato USA ha segnato le maggiori performance (+11,6%), recuperando il terreno perso nel 2015, facendo meglio dell'area Euro (+7,9%) e dell'area Pacifico (+2,5%), mentre è stato negativo il Giappone (-0,4%), nonostante il forte recupero dopo il -20% del primo semestre.

Nell'area Euro quasi tutti i mercati hanno proseguito il trend positivo del 2015 ad eccezione dell'Italia che chiude con -6,9%. Francia e Germania si attestano al 9,1% e 6,5% rispettivamente mentre la Spagna si ferma al +4,5%. Solo la Grecia scende più negativa dell'Italia con -8,3%.

Tra i mercati emergenti si confermano sia il Brasile sia la Russia, con performance a ridosso del 40% mentre l'India continua a performare flat (+1,2%) fino al Brasile (-12,5%).



**L'indice globale obbligazionario** ha riportato una performance ancora "straordinariamente" positiva (+3%) nonostante in larghe parti dei mercati dei paesi sviluppati si è arrivati a tassi di interesse negativi. Sulla scia della Brexit i mercati hanno toccato + 6% agli inizi di luglio per poi scendere nell'ultimo trimestre in modo significativo dimezzando quanto fatto prima.

I maggiori movimenti si sono registrati nei titoli High Yield (+14,8%) e dei paesi emergenti (+9,6%), seguiti dai titoli corporate sia USA (4,0%) sia Euro (+5,3%), in particolare questi ultimi beneficiati ai programmi di riacquisto della BCE.

L'aumento della percezione del rischio di breakup dell'area Euro, dopo Brexit, ha maggiormente impattato sui paesi periferici ed in particolare l'Italia il cui mercato dei titoli di Stato (+0,8%) è rimasto indietro rispetto ai governativi dell'area Euro (+3,1%), con i Bund tedeschi che sono stati maggiormente preferiti dagli operatori (+4%) nonostante la curva dei tassi negativa fino al decennale.

I tassi sono stati costantemente negativi da inizio anno sui mercati monetari, anche nella curva italiana con l'indice dei BOT di Bankitalia che registra -0,1%, dove l'indice dei depositi a tre mesi alla fine consegna un -0,2%. Nel segmento solo i CCT hanno offerto un po' di rendimento (+0,3%).

**Il mercato dei cambi** ha visto la sterlina inglese deprezzata rispetto a tutte le principali valute, in particolare sul dollaro la (-16,3%) e sull'euro (-15,8%) a causa degli effetti della Brexit. La volatilità su mercati dei cambi è stata molto accentuata nel corso del 2016 con lo Yen in forte apprezzamento fino alla prima metà dell'anno sull'euro e il dollaro (quasi +20%).

Nel 2016 si è assistito al recupero dei prezzi delle materie prime (+11,4%) che comunque non ha compensato ancora la forte discesa del 2014 (n.dr -25%). Il rimbalzo è essenzialmente dovuto al netto rialzo dei prezzi del petrolio (+50%).

**L'indice del Private Equity**, delle società operanti nel settore, nel 2016 ha segnato un forte rialzo (+18,8%) seguendo le ottime performance del mercato che è stato spinto dalla ricerca, da parte degli investitori, di premi di rendimento per l'illiquidità. I numeri del 2016 hanno visto la raccolta complessiva sfiorare i 600 miliardi ed in particolare si è registrata la crescita più rilevante del segmento buyout a seguito del forte aumento di operazioni aziendali.

**L'indice dei Fondi Hedge** dell'universo investibile rimane a livelli quasi nulli di performance nel 2016, bissando il risultato dell'anno precedente e evidenziando difficoltà a consegnare valore nel lungo periodo. Il settore appare in una fase di stallo anche se alcuni segmenti di strategie specifiche sembrano ancora attirare l'attenzione degli investitori.

### 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 finale degli strumenti finanziari nel 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. Lgv. 201/11 ("decreto Salva Italia") e la Fondazione si apprestava a completare la propria riforma previdenziale.

Nel corso del 2016 è stata effettuata la revisione analitica delle passività che è sfociata nel primo semestre nella redazione del nuovo Bilancio Tecnico con basi 2014. Nel secondo semestre è iniziata la fase di revisione della strategia di investimento, con il supporto dell'Investment Advisor che dovrebbe concludersi nel primo semestre 2017.

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%.

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

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       |                                      |             |
| <b>Monetario</b>                               | <b>5,0%</b>  | <b>± 5,0%</b> | <b>2,0%</b>                          | <b>1,0%</b> |
| <b>Obbligazionario</b>                         | <b>41,0%</b> | <b>± 8,5%</b> | <b>4,9%</b>                          |             |
| 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%        |
| <b>Inflazione (Titoli di Stato Euro)</b>       | <b>4,5%</b>  | <b>± 1,0%</b> | <b>4,6%</b>                          | <b>5,3%</b> |
| <b>Azionario</b>                               | <b>9,0%</b>  | <b>± 4,0%</b> | <b>8,6%</b>                          |             |
| 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%       |
| <b>Alternativi</b>                             | <b>5,5%</b>  | <b>± 1,5%</b> | <b>8,8%</b>                          |             |
| 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%       |
| <b>Immobiliare</b>                             | <b>35,0%</b> | <b>± 5,0%</b> | <b>4,5%</b>                          | <b>6,6%</b> |
| <b>Asset allocation Totale</b>                 |              |               | <b>5,2%</b>                          | <b>5,4%</b> |
| 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%                                 |             |

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.*

Nel corso del 2016 l'Ente ha cercato di mantenere il portafoglio di investimento allineato rispetto a quanto previsto dall'allocazione strategica di lungo periodo, implementando scelte tattiche di medio periodo alcune di tipo strutturale, in attesa dell'implementazione della nuova AAS, alcune in funzione dei movimenti dei mercati.

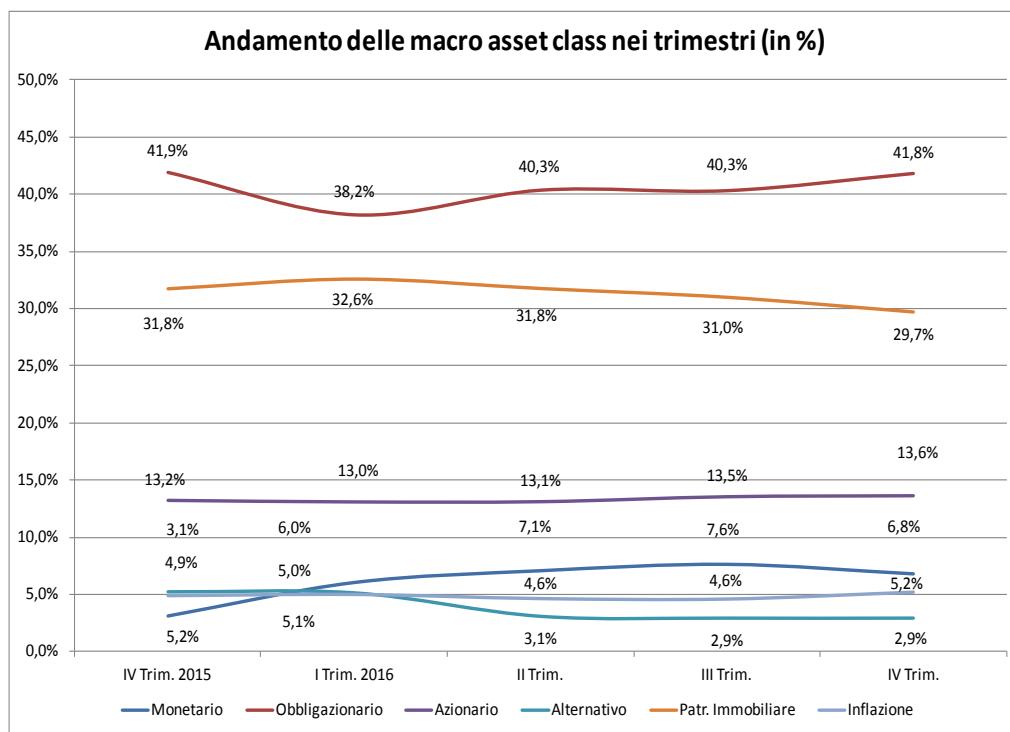
In ogni caso è proseguita l'attività volta a razionalizzare e migliorare il profilo del portafoglio, sia finanziario sia immobiliare, attraverso l'ampliamento della componente in delega di gestione o in fondi

Il trend di riduzione del peso del comparto immobiliare a favore dei comparti finanziari è stato mantenuto in previsione anche dell'entrata in vigore dello schema di decreto del MEF, di concerto con il MINLAV relativo alle disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli Enti previdenziali che prevedrebbe di fatto un limite massimo di esposizione immobiliare agli investimenti alternativi – incluso l'immobiliare – al 30%.

In particolare nel 2016 si rileva la costante riduzione della componente immobiliare che, a fine anno, scende poco sotto il 30%, ben al di sotto del 35% definito nella AAS. Tale sottopeso si è scaricato, per necessità, sugli altri comparti, in primis l'azionario, che mediamente è stato tenuto intorno al 13%, sopra al 9% della AAS.

Tale posizione è stata decisa ed implementata alla fine del 2015 con l'obiettivo di inserire un maggior premio di rendimento che ha bilanciato la sottoesposizione al comparto alternativi e ha cercato di anticipare la rimodulazione della nuova Asset Allocation Strategica che, in base alle prime ipotesi di lavoro con l'Investment Advisor, prevede un incremento del peso azionario dal 9% al 12%.

Il grafico che segue evidenzia quindi come sono variati i pesi percentuali nei comparti alla fine di ciascun trimestre.



Sempre nel corso del 2016 l'esposizione obbligazionario è stata inizialmente mantenuta sottopesata, anche attraverso la vendita di alcuni titoli strutturati che ha permesso di monetizzare il buon andamento dei prezzi sul mercato obbligazionario di riferimento, in forte rialzo nei primi tre mesi dell'anno. Nel quarto trimestre il portafoglio si è riportato neutro con allocazioni principalmente ai Gestori obbligazionari globali attivi.

La tabella che segue rileva in dettaglio i sovra/sottopesi degli investimenti patrimoniali tra le diverse macro asset class nel corso del 2016 alla fine di ciascun trimestre così da evidenziare le principali scelte tattiche di deviazione dalla Asset Allocation Strategica.

| Asset Class                     | Scostamenti da Asset Allocation Strategica del trimestre |               |               |               |               |
|---------------------------------|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                 | 2015 IV  | 2016 I        | 2016 II       | 2016 III      | 2016 IV       |
| <b>MONETARIA</b>                | <b>-1,9%</b>   | <b>1,0%</b>   | <b>2,1%</b>   | <b>2,6%</b>   | <b>1,8%</b>   |
| <b>OBBLIGAZIONARIA</b>          | <b>0,9%</b>  | <b>-2,8%</b>  | <b>-0,7%</b>  | <b>-0,7%</b>  | <b>0,8%</b>   |
| Titoli di Stato area Euro       | 0,0%   | -1,8%         | -3,1%         | -3,3%         | -2,0%         |
| Titoli di Stato Mondo (ex Euro) | 1,1%   | 1,2%          | 1,7%          | 0,9%          | 1,0%          |
| Titoli Paesi emergenti          | 0,4%   | 1,0%          | 0,2%          | 0,3%          | -0,1%         |
| Titoli Aziendali area Euro      | -0,8%  | -2,5%         | -0,3%         | 0,8%          | 1,8%          |
| Titoli Aziendali area USA       | 0,3%   | 0,1%          | 1,1%          | 1,0%          | 0,8%          |
| Titoli High Yield               | -0,1%  | -0,8%         | -0,3%         | -0,4%         | -0,6%         |
| <b>INFLAZIONE</b>               | <b>0,4%</b>  | <b>0,5%</b>   | <b>0,1%</b>   | <b>0,1%</b>   | <b>0,7%</b>   |
| <b>AZIONARIA</b>                | <b>4,2%</b>  | <b>4,0%</b>   | <b>4,1%</b>   | <b>4,5%</b>   | <b>4,6%</b>   |
| Azioni Europa                   | 1,9%   | 2,1%          | 2,0%          | 2,1%          | 2,2%          |
| Azioni Nord America             | 1,8%   | 2,0%          | 1,9%          | 2,1%          | 2,2%          |
| Azioni Pacifico                 | 0,1%   | -0,1%         | 0,1%          | 0,1%          | 0,5%          |
| Azioni Mercati emergenti        | 0,3%   | 0,1%          | 0,1%          | 0,1%          | -0,2%         |
| <b>ALTERNATIVI</b>              | <b>-0,3%</b>   | <b>-0,4%</b>  | <b>-2,4%</b>  | <b>-2,6%</b>  | <b>-2,6%</b>  |
| Hedge Funds                     | -0,3%  | -0,4%         | -2,5%         | -2,6%         | -2,6%         |
| Commodity                       | -0,6%  | -0,6%         | -0,5%         | -0,6%         | -0,5%         |
| Private Equity                  | 0,7%   | 0,7%          | 0,6%          | 0,6%          | 0,6%          |
| <b>IMMOBILIARE</b>              | <b>-3,2%</b>   | <b>-2,4%</b>  | <b>-3,2%</b>  | <b>-4,0%</b>  | <b>-5,3%</b>  |
| <b>TOTALE</b>                   | <b>100,0%</b>  | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |

Nei primi trimestri, i dati rilevati per il comparto Hedge Funds (che comprende anche strategie a Rendimento Assoluto) comprendono il portafoglio del Gestore Bluebay (Absolute Return Fund, circa l'1,9% del portafoglio totale) che poi è stato riclassificato, come originariamente previsto, nel comparto obbligazionario globale. La riclassificazione è avvenuta attraverso il *“lookthrough”* del fondo che è andato a scaricarsi nel comparto corporate, sia Euro che USA. Sempre per effetti di *“lookthrough”* il Fondo BlackRock Global Allocation (circa l'1% del portafoglio) è stato distribuito tra azionario, principalmente, e obbligazionario ma agli effetti gestionali è considerato un fondo ad allocazione globale variabile con obiettivo di rendimento totale.

Al netto degli effetti di riclassificazione di cui sopra si nota, durante l'anno, un progressivo:

- sottopeso dell'obbligazionario governativo Euro, bilanciato dall'aumento del sovrappeso nei Corporate e dell'Inflation Linked;
- sovrappeso dell'obbligazionario ex-Euro bilanciato da un sottopeso dell'High Yield;
- sovrappeso dell'azionario Europa e Nord America.

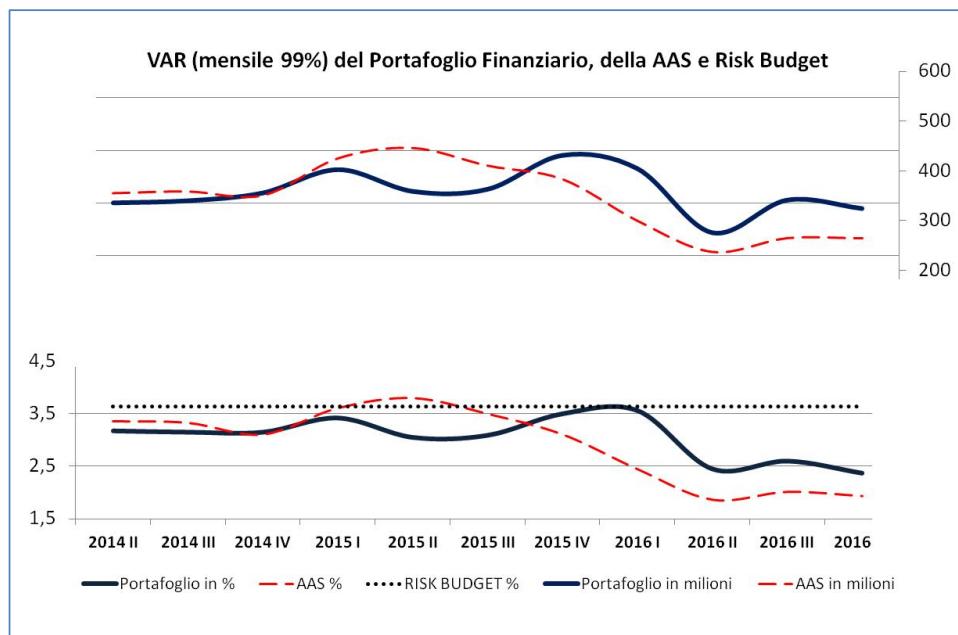
### ***Il Rischio del portafoglio.***

Nel 2016 si è resa disponibile la misurazione del valore a rischio complessivo del patrimonio che comprende anche la parte in fondi immobiliari, oltre a quella del portafoglio finanziario normalmente riportata nelle precedenti relazioni.

Il Valore a Rischio (VAR) del **patrimonio complessivo** alla fine del 2016, secondo le analisi del Risk Advisor, è di circa il 3,2% (base mensile al 99mo percentile), superiore a quello del benchmark, che è del 2,9%. La rischiosità attesa di lungo periodo (volatilità attesa a 3-5 anni) al 30 dicembre assume un valore maggiore rispetto al benchmark (4,2% vs 3,7%) ma permane a livelli inferiori al target (5,4%) deliberati con l'allocazione strategica.

Il VAR in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 617 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 617 milioni con una probabilità dell'1%.

Il VAR del **portafoglio finanziario** complessivo alla fine del 2016, secondo le analisi del Risk Advisor, è di circa il 2,4% (base mensile al 99mo percentile), superiore a quello del benchmark che è del 1,9% ma inferiore al risk budget complessivo del 3,63%.



All'inizio del 2016 si è assistito ad un picco di rischiosità, coinciso con la forte discesa dei mercati azionari, poi rientrato nel corso dei trimestri successivi. Ciò ha permesso, all'opposto di quanto avvenuto nel 2015, quando il portafoglio aveva mantenuto una impostazione più prudenziale sul rischio, di aumentare la ricerca di premio di rendimento senza superare la soglia di budget prevista per il comparto finanziario.

Il VAR in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 324 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 324 milioni con una probabilità dell'1%.

Il VAR del portafoglio obbligazionario (inclusa la liquidità), che alla fine del 2016 pesa per circa il 47% del patrimonio complessivo, il 67% del portafoglio finanziario, è di circa il 3,01% ed è inferiore a quello del mercato, che è del 3,18%. Il dato è in netta

riduzione rispetto allo scorso anno per scelte tattiche, sia dei gestori attivi globali che sia per effetto delle vendite del portafoglio diretto, e per struttura del mercato.

Il VAR obbligazionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 275 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 275 milioni con una probabilità dell'1%.

Il VAR del portafoglio azionario, che alla fine del 2016 pesa per il 14% del portafoglio complessivo il 19% del portafoglio finanziario, secondo le analisi del Risk Advisor è di circa il 7,7%, in aumento nell'anno, ma inferiore al mercato che rileva l'8,2%.

Il VAR azionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 204 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 204 milioni con una probabilità dell'1%.

#### *La performance totale del Portafoglio.*

Si evidenzia 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 precisa che i dati di seguito 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 nell'attivo circolante e immobilizzato e le minusvalenze nell'immobilizzato. Infatti si ricorda che i principi contabili nazionali, ispirati al criterio della prudenza del minore tra costo e mercato, 1) non consentono di iscrivere le plusvalenze non realizzate oltre il costo storico, 2) obbligano a rilevare le minusvalenze non realizzate, e 3) permettono di non rilevare le minusvalenze dell'immobilizzato a meno di una perdita durevole di valore.

In particolare nel 2016 il rendimento di mercato del portafoglio è stato significativamente positivo in un contesto di redditività dei mercati obbligazionari molto bassa. Complessivamente la performance è stata leggermente inferiore rispetto all'andamento del benchmark dell'Asset Allocation Strategica. Tuttavia si ricorda che il benchmark strategico è un benchmark che non considera i costi di gestione (Gestori, Banca Depositaria, costi di negoziazione) che si stimano pesino per circa lo 0,6% (vedi paragrafo AAS).

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

| Portafoglio   | 2016        |                         |                 |
|---------------|-------------|-------------------------|-----------------|
|               | Peso%       | Performance Portafoglio | Performance AAS |
| <b>Totale</b> | <b>100%</b> | <b>3,7%</b>             | <b>4,3%</b>     |
| Tesoreria     | 3%          | 0,1%                    | -0,2%           |
| Immobiliare   | 29%         | 2,5%                    | 3,8%            |
| Finanziario   | 68%         | 4,2%                    | 4,8%            |

Per quanto riguarda il benchmark strategico si rileva che, complessivamente, negli ultimi 5 anni ha consegnato un rendimento medio annuo del 4,4%, risultato significativamente positivo e di fatto molto prossimo all'obiettivo atteso di lungo periodo della strategia.

*Rendimento del benchmark strategico della Fondazione*

| Rendimento della AAS  |             |
|-----------------------|-------------|
| 2012                  | 6,9%        |
| 2013                  | 3,3%        |
| 2014                  | 5,8%        |
| 2015                  | 1,5%        |
| 2016                  | 4,3%        |
| <b>medio per anno</b> | <b>4,4%</b> |

In conclusione, per quanto riguarda la strategia di investimento adottata nel quinquennio 2012-2016, si rileva un sostanziale raggiungimento degli obiettivi prefissati dati da:

- 1) un rendimento annuo del benchmark strategico del 4,4%, compatibile con l'obiettivo di rendimento atteso del 5,2%;
- 2) un rendimento annuo reale del 3,7%, considerando l'inflazione in Italia dello 0,7% annuo;
- 3) un rendimento annuo netto costi e tassazione stimato del 3,0% (vedi paragrafo AAS), ben superiore al rendimento programmato del Patrimonio del 2% annuo.

Il Patrimonio netto contabile a fine 2016 si attesta a 18,4 miliardi in aumento rispetto ai 17,6 miliardi di fine 2015.

Il valore di Patrimonio netto contabile è superiore a quello progettato a fine 2016 con il Bilancio Tecnico, aggiornato alle basi 2014, che è di 18,1 miliardi di Euro.

Considerando le valutazioni di stima a mercato si evidenzia un plusvalore netto latente di 1,5 miliardi di Euro, distribuito tra circa 0,5 miliardi afferenti al Portafoglio Finanziario e 1,0 miliardi afferenti al Portafoglio Immobiliare.

Il Patrimonio netto quindi, se valutato in termini di mercato, si attesta vicino ai 20 miliardi di Euro, il che consente di avere un ampio cuscinetto di protezione per possibili andamenti negativi di mercato.

Nell'ambito della governance degli investimenti, l'attuale fornitore del servizio di Risk Advisor, Mangusta Risk Limited, ha con la Fondazione un contratto triennale con scadenza 31 marzo 2017.

In vista di questa scadenza, il Consiglio di Amministrazione, nella seduta dello scorso 28 ottobre 2016, ha deliberato gli elementi essenziali della procedura per l'affidamento dell'“Appalto dei servizi di risk analysis ed advisory di supporto agli organi di Fondazione ENPAM nelle analisi e nelle valutazioni dei rischi del portafoglio di investimento”.

Espletata la procedura d'appalto, nella seduta del 17 marzo u.s., il Consiglio di Amministrazione ha deliberato l'aggiudicazione definitiva del servizio in argomento ancora alla società Mangusta Risk Limited.

Infine, si evidenzia nel 2016 è divenuto pienamente operativo anche l'Investment Advisor della Fondazione, Willis Tower Watson; il completamento dei soggetti previsti dalla governance del patrimonio ha consentito una razionalizzazione delle spese di consulenza.

### *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 dalla struttura interna.

La performance finanziaria complessiva del 2016 si stima al +4,2% (netto costi, lordo imposte) che è paragonato al benchmark strategico che ha segnato il +4,8%.

Volendo riassumere per il solo portafoglio finanziario abbiamo:

| Performance 2015        | PTF  | AAS  | AAT  | Excess Return | di cui AAT | di cui Selezione |
|-------------------------|------|------|------|---------------|------------|------------------|
| Portafoglio Finanziario | 4,2% | 4,8% | 4,9% | -0,6%         | 0,2%       | -0,8%            |

Nel corso dell'anno si evidenzia che le allocazioni tattiche hanno contribuito marginalmente per un +0,1%, mentre l'attività di selezione titoli, inerente la gestione attiva ha marginalmente detratto valore per lo 0,8%.

In particolare ha contribuito positivamente il sovrappeso nell'azionario, costantemente tenuto ai limiti massimi dell'allocazione tattica.

Il minor contributo in termine di selezione è pervenuto dalla Gestione diretta ovvero dai titoli strutturati e dai titoli di Stato che hanno performato meno dei rispettivi mercati di riferimento.

Anche i nuovi Portafogli attivi globali, in particolare quelli azionari, hanno consegnato performance inferiori al mercato ma, tuttavia, hanno dimostrato di funzionare bene proteggendo il portafoglio nei momenti più difficili del 2016. Infatti nel primo trimestre, quando è sceso il mercato azionario, e nell'ultimo trimestre, quando è sceso quello obbligazionario, i Gestori hanno protetto dalle discese.

In linea con il percorso avviato negli scorsi esercizi, è proseguita l'attività di razionalizzazione ed efficientamento delle attività di investimento nel solco dei principi volti 1) ad 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.

A livello complessivo del portafoglio in gestione indiretta (fondi e mandati), sono stati effettuati investimenti netti per circa 1,6 miliardi di Euro.

| Investimenti netti ai Portafogli in gestione (milioni di Euro) |                   |                        |              |
|--|-------------------|------------------------|--------------|
| Attività conferita   | Portafogli attivi | Portafogli indicizzati | Totale       |
| <i>Liquidità</i>   | 1.588             | -13                    | 1.575        |
| <i>Titoli</i>  |                   | 68                     | 68           |
| <b>Totale</b>  | <b>1.588</b>      | <b>55</b>              | <b>1.643</b> |

Le operazioni sono state condotte nel corso dell'anno, come già anticipato, cercando di equilibrare le esposizioni ai diversi compatti della AAS e di aumentare la componente dei portafogli gestiti attivamente.

In particolare nel 2016 si sono realizzate le seguenti principali attività:

- L'incremento della componente attiva del portafoglio, attraverso l'introduzione di nuove gestioni attive globali, sia per la componente azionaria che per quella obbligazionaria;

- La rimodulazione delle componenti attive ed indicizzate del portafoglio, sia mediante nuovi conferimenti sia mediante attività di ribilanciamento tra le diverse componenti;
- La riduzione delle coperture sui rischi di cambio per parte della componente azionaria a vantaggio di una maggiore diversificazione valutaria.
- vendita di titoli strutturati per circa euro 478 milioni.

Gli interventi del 2016 hanno avuto come obiettivo la realizzazione di attività tattiche grazie alla struttura completata, alla fine del 2015, per quanto riguarda i macrocomparti gestionali attivi e indicizzati nelle principali asset class tradizionali.

Alla fine dell'esercizio 2016, l'Attivo Patrimoniale afferente al Portafoglio Finanziario risulta così distribuito nelle diverse componenti:

| Esercizio 2016 Portafoglio Finanziario    | ATTIVO CIRCOLANTE     |                           |                       | ATTIVO IMMOBILIZZATO |                           |                       | TOTALE                |                           |                       |
|---|-----------------------|---------------------------|-----------------------|----------------------|---------------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------------|-----------------------|
|   | Bilancio 2016         | Plus/Minus da valutazione | Totale valorizzazione | Bilancio 2016        | Plus/Minus da valutazione | Totale valorizzazione | Bilancio 2016         | Plus/Minus da valutazione | Totale valorizzazione |
| Titoli di Stato *                         | 763.907.825           | 16.766.474                | 780.674.299           | 389.903.933          | 98.146.811                | 488.050.744           | 1.153.811.758         | 114.913.285               | 1.268.725.042         |
| Altri Stati                               | 3.360.030.650         | 82.939.321                | 3.442.969.970         | -                    | -                         | -                     | 3.360.030.650         | 82.939.321                | 3.442.969.970         |
| Titoli obbligazionari                     | 2.467.378.491         | 43.677.292                | 2.511.055.783         | 279.118.277          | 17.301.167                | 296.419.444           | 2.746.496.768         | 60.978.459                | 2.807.475.227         |
| O.I.C.R.                                  | 3.046.983.599         | 85.307.215                | 3.132.290.814         | -                    | -                         | -                     | 3.046.983.599         | 85.307.215                | 3.132.290.814         |
| Azioni                                    | 1.579.770.547         | 229.939.118               | 1.809.709.665         | 100.950.550          | 26.880.045                | 127.830.595           | 1.680.721.097         | 256.819.162               | 1.937.540.260         |
| Partecipazioni in fondi di private equity | -                     | -                         | -                     | 291.110.009          | 14.214.743                | 305.324.752           | 291.110.009           | 14.214.743                | 305.324.752           |
| Contratti assicurativi                    | -                     | -                         | -                     | 95.096.199           | -                         | 95.096.199            | 95.096.199            | -                         | 95.096.199            |
| Liquidità di conto corrente               | 688.408.837           | -                         | 688.408.837           | -                    | -                         | -                     | 688.408.837           | -                         | 688.408.837           |
| Ratei obbligazionari **                   | 49.952.038            | -                         | 49.952.038            | 2.430.000            | -                         | 2.430.000             | 52.382.038            | -                         | 52.382.038            |
| Operazione copertura cambi***             | -                     | 73.634.764                | -                     | -                    | -                         | -                     | -                     | 73.634.764                | -                     |
| <b>TOTALE</b>                             | <b>11.956.431.986</b> | <b>384.994.656</b>        | <b>12.341.426.642</b> | <b>1.158.608.968</b> | <b>156.542.766</b>        | <b>1.315.151.733</b>  | <b>13.115.040.954</b> | <b>541.537.421</b>        | <b>13.656.578.375</b> |

\* In questa voce nell'attivo immobilizzato sono compresi anche i ratei su scarti di emissione (€ 156.933.407,91)

\*\* In questa voce nell'attivo immobilizzato sono compresi i proventi a lunga scadenza dei Titoli Obbligazionari (€ 2.430.000).

\*\*\* Questa voce transita direttamente a patrimonio tramite specifica riserva così come indicato in Nota Integrativa.

I dati per il Portafoglio Finanziario (esclusa la Tesoreria) nel quinquennio rilevano una notevole trasformazione e creazione di valore:

- il portafoglio passa da € 5,5 miliardi di inizio 2012 a € 13,1 miliardi ;
- il peso dei titoli strutturati scende dal 40% al 6%;
- la componente gestita direttamente scende dal 62% al 14%;
- dalle iniziali 12 gestioni patrimoniali bancarie e circa 40 OICR si passa ad una struttura gestionale efficiente in termini di costi (6 portafogli indicizzati) e ricavi (oltre 20 portafogli attivi) che consente un controllo operativo effettivo;
- completamente rigitato il portafoglio con un volume complessivo, tra investimenti e disinvestimenti, di oltre 15 miliardi.

L'esecuzione dell'attività di ristrutturazione del portafoglio non ha minimamente impattato le performance dove, al contrario, si è beneficiato di un discreto valore aggiuntivo grazie anche alle favorevoli condizioni di mercato. Infatti i risultati complessivi nel quinquennio del Portafoglio finanziario (escluso la Tesoreria) hanno registrato una notevole performance sia assoluta che relativa alla AAS.