

RELAZIONE SULLA GESTIONE

BILANCIO CONSUNTIVO DELL'ESERCIZIO 2015

La struttura ed il contenuto del Bilancio

Il Bilancio consuntivo al 31/12/2015 è stato redatto in base alla normativa civilistica in ottemperanza degli artt. 2423 e successivi, così come modificati e integrati dalle disposizioni emanate dalla IV^a Direttiva CEE e dalla riforma del diritto societario (D.lgs 6/03 e successive modificazioni).

Le norme sopracitate regolamentano la redazione del Bilancio d'esercizio, stabilendo in modo rigoroso i prospetti che lo compongono e lo accompagnano, il contenuto e i criteri di valutazione.

L'impostazione generale del bilancio è finalizzata al rispetto dei principi basilari di chiarezza, veridicità e correttezza nell'esposizione delle singole poste, tenendo nella dovuta considerazione le finalità pubblicistiche dell'Ente anche se svolte in ambito privatistico.

Il Bilancio consuntivo 2015 presenta i seguenti risultati:

Proventi	€	3.896.222.297
Costi	€	<u>2.849.692.400</u>
Utile d'esercizio	€	1.046.529.897

Di conseguenza, il patrimonio netto si modifica come segue:

Riserva legale (art.1 c. 4 Dlg. 509/94)	€	16.154.171.012
Utile dell'esercizio	€	1.046.529.897
Totale	€	<u>17.200.700.909</u>

Al 31 dicembre 2015 il patrimonio netto dell'Ente è incrementato del 6,48% rispetto a quello esistente al 31 dicembre 2014.

Il patrimonio, oltre ad esercitare un ruolo fondamentale nell'assicurare il mantenimento degli equilibri economico - finanziari, costituisce la fonte principale della solvibilità dell'Ente e, per gli iscritti, rappresenta una garanzia suppletiva per l'erogazione dei trattamenti previdenziali.

Analisi sul risultato della gestione

Le risultanze finanziarie dei Fondi di previdenza confermano nel complesso, anche per l'anno 2015, un positivo andamento delle gestioni.

La gestione corrente per tutti i Fondi di Previdenza registra un incremento rispetto all'esercizio precedente sia delle entrate contributive (+ 5,72% circa), che delle spese per prestazioni previdenziali (+ 4,62% circa).

Tale risultato è essenzialmente ascrivibile al rapporto, tuttora positivo, tra il numero degli iscritti e dei pensionati e tra le entrate contributive e la spesa per pensioni, il tutto riconducibile anche ai positivi effetti della ormai nota riforma previdenziale, entrata in vigore il 1° gennaio 2013.

I risultati complessivi del bilancio consuntivo sono così suddivisi:

Gestione previdenziale		
Ricavi	Costi	Risultato netto
Contributi 2.392.089.090	Prestazioni 1.432.927.379	
Entrate straordinarie 38.463.141	Uscite straordinarie 20.215.955	
2.430.552.231	1.453.143.334	
977.408.897		
Gestione Patrimoniale		
Ricavi	Costi	Risultato netto
Proventi 730.205.915 [[tot. lordo € 1.451.795.776) fitti, cedole, divid., scarti, diff. attive su cambi, plus. da negoz. immobili e titoli, ecc.]	Comm. Di Gestione 17.602.722	
Oneri 374.950.897 [[tot. lordo € 1.096.540.758) conduz. immobili, minus. valutaz. immobili e titoli, perdite da negoz. immobili, diff. passive su cambi, ecc.]	Imposte 135.036.352	
355.255.018	152.639.074	
202.615.944		
Gestione amministrativa		
Ricavi	Costi	Risultato netto
Proventi e recuperi diversi 623.918	Spese gestione, personale, ammortamenti, svalutazioni, ecc.... 122.960.810	
623.918	Imposta IRAP 1.243.108	
	124.203.918	
-123.580.000		
Gestione straordinaria (esclusa parte previdenziale e patrimoniale)		
Ricavi	Costi	Risultato netto
Proventi 13.250.372	Oneri 23.165.316	
13.250.372	23.165.316	
-9.914.944		
UTILE 2015		1.046.529.897

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.

	2015	%	2014	%
Attività immobiliari	4.665.155.753	28,36%	4.854.340.769	31,16%
Immobili ad uso di terzi	1.505.440.872	9,15%	2.005.713.666	12,88%
Partecipazione in società e fondi immobiliari	3.159.714.881	19,21%	2.848.627.103	18,29%
Attività finanziarie	11.783.859.880	71,64%	10.723.777.804	68,84%
Immobilizzazioni finanziarie	2.377.473.660	14,45%	3.304.744.804	21,21%
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	8.962.229.681	54,48%	6.540.491.107	41,99%
Depositi vincolati	0	0,00%	225.000.000	1,44%
Disponibilità liquide	444.156.539	2,70%	653.541.893	4,20%
Totale	16.449.015.633	100,00%	15.578.118.573	100,00%

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 €173.333.569.

Di contro, tra le attività finanziarie sono comprese anche le disponibilità liquide per €444.156.539 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 29,91% e quelli mobiliari al 70,09% del totale.

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

- gli immobili ad uso di terzi hanno prodotto una redditività lorda pari al 4,73%, al netto dei costi gestionali pari al 1,66% ed al netto delle imposte pari al -0,65%;
- le partecipazioni in società e fondi immobiliari hanno prodotto una redditività lorda pari al 2,36% e netta pari al 1,61% (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 lorda pari al 1,69% al netto degli oneri di gestione pari al 1,50% ed al

netto anche delle imposte pari al 0,65% (comprehensive delle plusvalenze non iscrivibili).

I tassi di redditività suesposti 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 €769.915.459 quale valore netto risultante da €326.948.420 di plusvalenze implicite riferite all'attivo circolante sia in gestione diretta che presso le gestioni patrimoniali, da €183.373.704 quale netto plus relativo alle partecipazioni in società e fondi immobiliari e da €259.593.335 quale netto plus per i titoli immobilizzati. Il patrimonio complessivo, se si considerassero tali maggiori valori, sarebbe quindi pari ad €17.218.931.092. Inoltre considerando il valore di mercato del patrimonio immobiliare diretto stimato su basi Nomisma si evidenzerebbe un ulteriore plusvalore di €847 milioni.

L'Economia.

Il 2015 è stato un anno di grande volatilità dei mercati dove la *geopolitica* ha rappresentato un fattore chiave di influenza sui mercati.

Il post-crisi ha radicalmente cambiato le dinamiche dell'economia reale e gli scenari d'investimento, accentuando la dislocazione produttiva, accelerando l'inversione di cicli e tendenze, modificando i meccanismi di trasmissione delle politiche monetarie.

Bassi tassi di interesse e crollo dei prezzi delle materie prime, uniti ad un eccesso di capacità produttiva, hanno innescato una spirale deflazionistica che rappresenta la minaccia degli anni a venire, contro cui le armi di politica monetaria sembrano poco efficaci.

La Cina contribuisce a spostare il baricentro dell'economia da occidente a oriente diventando il principale creditore degli USA e trascinando al rialzo le economie asiatiche satellite ed il Giappone. Nel 2015 però il dragone rallenta sganciando la sua valuta dal dollaro ed iniziando un processo di riforma del sistema che impatta considerevolmente sulla crescita del GDP facendola diventare, insieme alle *commodity*, uno dei principali "catalizzatori" ciclici della negatività globale.

La continua riduzione nel prezzo del petrolio, associata ad un aumento nell'offerta di energia rispetto alla domanda, impatta fortemente sulle economie *commodity-based* e diventa un importante fattore di stress *geopolitico* per il medio oriente.

Le principali criticità "politiche" del 2015 sono risolte: il pericolo di una guerra tra Russia ed Ucraina è stato scongiurato; la "rivoluzione" greca di Tsipras si è risolta con la firma di un nuovo accordo che, se ha aumentato le restrizioni sulla piccola economia greca, non ha però avuto effetti negativi sull'eurozona; in Inghilterra i conservatori di Cameron hanno vinto la sfida sulla destra più "estremista" di UKIP mentre in Francia il

Front National che sembrava ben posizionato alle regionali è arrivato terzo alle spalle dei partiti più *mainstream* del centro-sinistra e centro-destra.

La coesione degli stati europei è stata messa a dura prova quando la Turchia in estate ha cessato di fatto il pattugliamento delle frontiere marine, in concomitanza con la prosecuzione delle tensioni in Siria, provocando un afflusso di emigrati senza precedenti. In Germania, dove la quota profughi è importante, si creano tensioni sulla politica della Merkel, contestata dai populistici di *Alternative für Deutschland*, che ha però impatto limitato (CDU scende dal 41% al 37%, AfD sale dal 5% al 10%). La minaccia populista torna anche in paesi come gli USA (Donald Trump e l'estrema destra) e l'Inghilterra (Jeremy Corbin e l'estrema sinistra) nonostante 6 anni di ripresa economica ed un'importante crescita dell'occupazione.

La ripresa post-crisi è stata molto differenziata tra le varie economie, anche a livello europeo, dati differenti strategie e tempi di reazione: tuttavia nel 2015 la crescita si presenta più omogenea, tornando positiva anche in Italia che ha iniziato a vedere i frutti degli sforzi compiuti negli ultimi anni.

Negli USA ed Inghilterra il ciclo economico si considera ormai maturo e la crescita prevista a medio termine si assesta intorno al 2%. Gli USA inaugurano a dicembre una lungamente attesa politica monetaria di *tightening*, con il primo rialzo nei tassi da 8 anni.

In Giappone il programma di stimolo iniziato nel 2013 con interventi a tutto campo sull'economia e sulla lotta alla deflazione procede a scossoni: nel 2015 vede sul piatto addirittura l'indicazione tra gli obiettivi di governo di investire sul mercato azionario e a gennaio 2016, a fronte di dati in contrazione del GDP su fine anno, la banca centrale vara una strategia di tassi negativi dando ulteriore stimolo alla svalutazione dello yen, all'export, all'inflazione.

L'Europa è ancora fragile: lo spirito più prettamente europeista sembra rappresentato solamente dalla BCE. La *Banking Union* europea procede a rilento (è solo del novembre 2015 la proposta di creare l'EDIS - *European Deposit Insurance Scheme* - per fornire una copertura assicurativa più forte ed omogenea dei depositi retail nell'unione). Politica europea e BCE hanno agito di concerto in questi anni, ma è solo il 22 gennaio 2015 che finalmente Draghi vara il programma di *Quantitative Easing* europeo con acquisto mensile di €60 miliardi di titoli europei fino al settembre 2016, successivamente prorogato fino al marzo 2017 e rinforzato il 10 marzo 2016 con aumento degli acquisti ad €80 milioni al mese, finalizzato a rilanciare l'economia dell'eurozona tramite riduzione del costo del debito e dei tassi, stimolo al mercato del credito e lotta alla deflazione.

Le politiche monetarie degli ultimi anni hanno compresso ampiamente i premi di rischio. Le attese di mantenimento di bassi tassi a lungo, – anche il *tightening* in USA si prevede lento – la deflazione, le preoccupazioni di recessione strisciante anche nelle grandi economie, fanno prevedere rendimenti bassi per gli anni a venire, associati ad elevata volatilità. Con il rialzo dei tassi negli USA termina la fase della “grande

liquidità”: dal marzo 2008 le banche centrali hanno iniettato liquidità portando i propri bilanci da \$ 7,5 a \$ 17 trilioni fino al settembre 2014 (quando si è concluso il QE3 USA); da allora la liquidità globale si sta riducendo di circa il 3,4% all’anno, con un impatto sostanziale sull’andamento dei mercati (meno liquidità = meno flussi di investimento = volatilità). Il settore bancario, preso normalmente come “barometro” della crescita nominale attesa, è sceso in Europa negli ultimi 6 mesi dell’anno del 41% ed è stato particolarmente avversato anche nei primi mesi del 2016.

- **Stati Uniti** – Gli USA riportano una crescita del GDP pari a +2,5% con una riduzione nella disoccupazione che veleggia verso il 5%; a dicembre viene inaugurato, dopo una serie di falsi allarmi, un ciclo di politica monetaria restrittiva alzando i tassi di 0,25%. La fine della fase di “eccesso di liquidità” provoca un andamento altalenante dei mercati, una discreta volatilità del dollaro, una specifica comunicazione del Governatore Yellen sulla “gradualità” del ciclo di politica monetaria. Gli attivi che hanno ben performato nel periodo del QE si prevede avranno un consistente ritracciamento, già notato nell’allargamento degli spread di credito dei corporate e degli high yielder. I mercati azionari reggono fino all’ultimo trimestre dell’anno dove recuperano lo shock di agosto causato dai timori di recessione cinese, ma chiudono deboli. Un debole andamento nei consumi privati ed un peggioramento nelle attese di reddito delle piccole e medie imprese, uniti alla più bassa inflazione registrata dal 2009, rappresentano segnali di debolezza in entrata nel 2016.
- **Giappone.** Proseguono gli stimoli monetari del governatore della banca centrale Kuroda, nell’ambito del pacchetto espansivo del premier Abe. Il 2015 vede una crescita del GDP intorno allo 0,6%, molto al di sotto delle aspettative, mentre per il 2016 le previsioni si attestano intorno all’1,2%. L’ultimo trimestre dell’anno vede un’importante contrazione del GDP, una forte decelerazione della produzione industriale e dei consumi privati che spingono la banca centrale a gennaio 2016 ad implementare una politica di tassi negativi, per spingere ancora a fondo sulla svalutazione e sulla ripresa dell’inflazione. Il dato forte è rappresentato però dal calo delle esportazioni e dal rallentamento manifatturiero cinese che sottolineano la necessità di una ripresa del mercato interno affinché la crescita si possa stabilizzare.
- **Cina.** Il dragone rallenta. Come in Giappone nel 1990 la Cina è entrata in un periodo “secolare” di rallentamento della crescita economica (il FMI prevede una convergenza al 6% nei prossimi 2 anni): nel 2015 il GDP si attesta al 6,9% il dato più basso degli ultimi 25 anni, pur su un’economia cresciuta 15 volte rispetto al 1990. La forte svalutazione che negli ultimi anni ha interessato il Giappone, le economie emergenti e l’Europa, hanno contribuito ad un consistente calo nell’export cinese. La reazione porta a sganciare il *peg* con il dollaro e favorire una serie di svalutazioni del cambio, spingendo anche sul cambiamento del modello economico. La Cina è già uno dei protagonisti della crescita globale e delle dinamiche di mercato, ma lo sarà ancora di più “aprendo” all’esterno il suo sistema finanziario; vuole recuperare l’export ma anche creare e stabilizzare un forte mercato interno. Al Plenum del partito Comunista di ottobre, tra i messaggi “forti” che vengono passati, l’enfasi è sul creare una “società

moderatamente prospera”, segnalando che il governo sta ponendo attenzione al miglioramento della qualità della vita; si parla di voler raddoppiare il GDP in termini reali entro il 2020 che equivale ad un target di crescita del 6,53% all’anno per i prossimi 5 anni. Si abolisce la “*politica del figlio unico*” introdotta da Deng Xiaoping nel 1979 per far fronte all’impoverimento del paese, perché ora detta politica è vista come “minaccia alla crescita”. Si parla di togliere le restrizioni agli investitori ad effettuare investimenti diretti all’estero e di continuare nelle riforme anche sulla deregulation. Il peso del manifatturiero sul GDP cala consistentemente a favore dei servizi che pesano il 51%. Essendo però un netto importatore di petrolio e materie prime, la Cina ora beneficia grandemente del collasso dei prezzi delle commodity. Finché non si vedranno segnali di ripresa delle esportazioni, favorite da una valuta meno costosa, l’andamento dei mercati interni, della valuta e delle banche continueranno comunque a rappresentare fonti di turbativa dei mercati globali.

- **Europa.** A gennaio la BCE annuncia il *QE* europeo, con acquisto di €60 miliardi di titoli al mese fino a fine 2016, poi estesa a marzo 2017, che contribuisce ad una crescita sostenuta dei mercati per tutto il primo trimestre. Le tensioni politiche successive in Grecia, le incertezze sui tempi di esecuzione del sistema bancario europeo e delle riforme nazionali rendono comunque la ripresa fragile, acuita dalla forte volatilità di mercato innescata dai timori di recessione cinese in agosto, dallo scandalo Wolksvagen, dalla discesa inarrestabile delle materie prime. La fragilità politica del blocco e la coesione europea è messa a dura prova in diverse occasioni: dalle vicende legate ai migranti della Siria, alle discussioni sulla solidità del settore bancario su cui - fianco aperto dell’Europa - si scatena una tempesta che a partire dall’ultima parte dell’anno flagella i mercati fino a febbraio 2016. A dicembre Draghi annuncia un allungamento nei termini del *QE* fino a Marzo 2017 ed una riduzione nei tassi di deposito, che lascia però il mercato “deluso”. Il problema forte rimane quello della deflazione nonostante un miglioramento graduale del livello dei consumi privati e la scarsa efficacia della politica monetaria. Tensioni politiche a parte l’Europa chiude comunque l’anno con una crescita positiva che abbraccia finalmente tutti i suoi componenti: il GDP complessivo cresce +1,5% (0,9% nel 2014), con l’Italia a +0,7% (-0,4% nel 2014), Germania a +1,7%, Francia +1,20%. La disoccupazione rimane alta, poco sotto l’11%, con un’inflazione pari sostanzialmente a zero. Con il *QE* l’Euro passa dall’1,20 di fine 2014 a 1,05 a marzo, salvo stornare e assestarsi intorno a 1,10 tra fine anno e i primi mesi del 2016. I consumi privati sono previsti in aumento, sempre col supporto del basso prezzo del petrolio e del previsto aumento dei redditi da lavoro, importante elemento inflazionistico; anche i consumi pubblici sono visti al rialzo trainati, soprattutto in Germania, da una politica fiscale espansiva. Il miglioramento nell’accesso al credito ed un aumento nell’uso della capacità produttiva fanno prevedere anche una ripresa negli investimenti. La ripresa continua, quindi, pur se moderata. Il 10 marzo 2016 la BCE aumenta la tranche di acquisto mensile a €80 milioni e porta il tasso sui depositi, già negativo, a -0,4%.
- **Italia.** La prima stima Istat segnala una crescita del GDP per il 2015 di +0,7%, sotto la stima del Governo a +0,9%, ma primo segnale positivo dopo una decrescita

ininterrotta dal 2011. Mentre nei primi 3 trimestri dell'anno la crescita è stata relativamente sostenuta (Q3 +0,9%), l'ultimo trimestre ha in effetti frenato. Il miglioramento, pur se moderato, è presente sia dal lato della produzione industriale, che dei consumi grazie anche ad un aumento nel reddito medio delle famiglie a +1,5% rispetto al 2014. E' migliorato l'accesso al credito anche con una ripresa nella concessione di mutui residenziali che hanno visto il mercato rianimarsi, pur se in leggero calo di valore rispetto all'anno precedente. La disoccupazione rimane elevata intorno all'11,8%, mentre il tasso di inflazione si assesta intorno allo 0,2%. Nei primi tre trimestri dell'anno si è vista una forte ripresa nella liquidità e domanda dei titoli di stato, che ha portato lo spread a ridursi fino a 0,90%; verso fine anno, e successivamente nei primi mesi del 2016, lo spread si è allargato fino ad 1,20% anche in concomitanza al forte *sell-off* dei mercati che ha colpito principalmente il settore bancario generale, ma penalizzando specificatamente quello italiano. Il BTP 10 anni ha chiuso l'anno con un rendimento di 1,60%. Il mercato azionario italiano, best performer nel 2015, ha iniziato il 2016 enfatizzando le perdite osservate a livello globale. L'avanzo commerciale risulta costantemente positivo ed in crescita a €45,2 miliardi anche se, a livello europeo, il contributo dell'Italia alle esportazioni dell'area è leggermente calato da 8,6% a 8,5% a favore della Germania, che da 24,3% è passata al 24,7%.

- **Paesi Emergenti.** Il 2015 ha evidenziato l'estrema differenza tra i paesi emergenti, a seconda del "blocco". La contrazione nei prezzi delle materie prime ha fortemente penalizzato i paesi produttori, in medio oriente così come in sud america, il rallentamento della Cina ha influenzato le economie del pacifico, mentre l'inizio del tightening USA e il rafforzamento del dollaro hanno pesato a livello globale. Le valute emergenti si sono tutte deprezzate nei confronti del dollaro e gli effetti più duri si sono avuti sulle economie maggiormente dipendenti dai capitali esteri per sostenere le spese domestiche. Le prospettive di un rialzo nei tassi USA hanno ridotto la liquidità del dollaro e colpito i paesi con debito in dollari, aumentandone il costo ed aumentando parimenti i rischi di default. Il panorama è quanto mai differenziato: nelle economie asiatiche influenzate dal rallentamento della Cina e dove gli scenari deflazionistici hanno dominato, i tassi sono scesi ulteriormente ed alcune curve sono addirittura piatte (Korea) riflettendo la necessità di mantenere politiche monetarie accomodanti. Di converso in America Latina i tassi sono in generale saliti per combattere l'inflazione e cercare di sostenere la copertura di ampi deficit di conto corrente, come in Brasile e Colombia, a fronte di uno scenario di crescita debole. La Polonia e l'Ungheria sono tra le economie emergenti meno esposte alle difficoltà comuni agli altri paesi, grazie all'esposizione all'Europa.

Prodotto Interno Lordo

La crescita dell'economia mondiale si è attestata intorno al 3,1% in lieve riduzione rispetto al 2014, tuttavia con valori positivi più omogenei: l'unica area che riporta un

segno negativo, nel complesso, è quella dell'America Latina, che ha conseguito -0,6% in calo rispetto a +0,7% del 2014.

I mercati sviluppati ed il G5 crescono più dell'anno precedente, rispettivamente a +1,9% e +1,8% (2014: +1,7% e +1,6%), mentre i paesi emergenti scendono da +4,5% a +3,9%.

Tra i paesi sviluppati la crescita sale nell'Area Euro a +1,5% da 0,9%, si mantiene sostanzialmente costante negli USA (attese +2,4%/+2,5%), scende marginalmente in UK (+2,2%) e più sensibilmente in Canada.

All'interno dell'Area Euro, dove la Grecia registra l'unico segno negativo, l'Irlanda e la Spagna presentano i tassi di crescita migliori, rispettivamente a +6,5% (contro +5,2% del 2014) e 3,2% (rispetto a 1,4%); la Germania passa da +1,6% a +1,5%, l'Italia registra finalmente una crescita positiva stimata a +0,7%.

In termini assoluti di GDP in dollari, USA e Cina staccano l'elenco dei paesi singoli rispettivamente con 17,968 miliardi (16,800 nel 2014) e 11,385 miliardi (contro i 9,240 del 2014).

L'Italia si attesta a circa 1,819 miliardi, superando il Brasile (1,799 mld), il Canada (1,572 mld), la Korea (1,393 mld), la Russia (1,235 miliardi).

Occupazione.

Il tasso di disoccupazione delle economie avanzate si assesta in calo a 6,57% da 6,96% dell'anno precedente con una riduzione generalizzata più evidente negli USA, che riportano 5% in linea con il target di piena occupazione precedentemente fissato nell'Area Euro (19 paesi), che registra 10,5% da 11,6%, e UK a 5,10% da 5,50%.

Nell'Area Euro rimane una importante disparità di dati, spesso in contrasto con la crescita del GDP: la Spagna segna un 20,8% un livello molto elevato pur se in discesa dall'anno precedente (23,15%); la Grecia 24,5%, la Francia 10,2%, l'Italia 11,40% ed infine la Germania 4,5%.

In Giappone l'indicatore scende leggermente a 3,30% rispetto al 3,60% dell'anno precedente.

Inflazione

Il tasso di inflazione annua attesa dei mercati sviluppati è crollata a 0,2% rispetto all'1,4% dello scorso anno, con effetto particolarmente evidente nel G5, dove gli USA sono scesi allo 0,12%, l'Euro Area intorno allo 0 (con punte negative in Grecia, Spagna e Finlandia), il Giappone a 0,5%, UK a 0 ed il Canada a 1,1%.

Tutto ciò è effetto, nonostante la politica monetaria espansiva di gran parte dei blocchi, esclusi gli USA, sia della drammatica e costante riduzione nei prezzi delle materie, petrolio in testa, che dell'eccesso di capacità produttiva - persistente a livello globale - che non consente ancora, pur a fronte di una ripresa nei consumi privati, di vedere un riavvio stabile della dinamica salariale. Questo dato è particolarmente evidente in Giappone, dove nonostante la ripresa graduale dei parametri dal 2013, i dati rilevati a

fine anno su tutti gli indicatori sono stati tali da spingere le autorità centrali ad introdurre un regime di tassi negativi su determinati “eccessi di cassa” per spingere ulteriormente la crescita.

Nei mercati emergenti l’inflazione rimane allineata ai parametri dello scorso anno, globalmente intorno al 4,2%; i mercati emergenti ex Cina si assestano al 5,5%, mentre la Cina stessa vede l’indicatore scendere a 1,5% da 2%, in linea con gli interventi di “easing” che sono iniziati in corso d’anno.

Politiche monetarie

Un mondo diviso: Europa e Giappone stanno portando avanti una forte politica anti-inflazionistica usando tutte le leve di politica monetaria, acquisto di titoli sul mercato in testa (€80 miliardi al mese la BCE, circa lo stesso importo in Giappone) per iniettare liquidità sul mercato e stimolare ripresa nei consumi e l’utilizzo della capacità produttiva.

I dati di fine anno estremamente deludenti in questi blocchi, rispetto alle attese, si stanno concretizzando nell’intensificazione degli interventi previsti.

In Giappone è stato introdotto dalla banca centrale un sistema a “tre livelli”: i depositi esistenti verranno remunerati al tasso di 0,1% (*Basic Balance*); un tasso di 0% sarà applicato sulle riserve richieste presso la banca centrale per supportare programmi di sostegno al sistema (*Macro Add-on Balance*); un tasso di -0,1% sarà applicato all’ulteriore liquidità che le banche depositeranno in eccesso di quanto sopra (*Policy Rate Balance*), stimolando una ripresa del credito. In Europa, l’estensione del QE al 2017 annunciato già a dicembre, viene integrato a marzo da un aumento nel volume mensile degli acquisti e dalla riduzione ulteriore dei tassi di deposito.

Negli USA, terminato a fine 2014 il QE, l’anno è stato caratterizzato dall’attesa del primo rialzo, finalmente realizzato a dicembre nell’ambito di una “retorica” della governatrice Yellen molto prudente relativamente al “ritmo” di prosecuzione di detto rialzo. Sia l’andamento dei mercati che la riduzione dell’inflazione al di là delle attese hanno contribuito a mantenere le curve dei tassi americani abbastanza “indenni” rispetto all’inizio del processo di rialzo, pur avendo registrato un graduale aumento dei livelli dalla fine del 2014 ad oggi. A fronte del miglioramento dei dati sui consumi e sull’occupazione, gli USA presentano un andamento “statico” dei parametri del manifatturiero che inducono a pensare ad un rallentamento della crescita.

La riduzione nella liquidità del mercato derivante da questo processo ha avuto un impatto notevole anche sull’andamento dei mercati, che hanno subito brusche correzioni aumentando le volatilità su tutti gli attivi e allargando gli spread di credito.

In UK i primi rialzi sono attesi per la fine del 2016, in un’economia dove la politica monetaria ha sempre dimostrato rapidi tempi di risposta all’andamento dei parametri macro. La Cina sta portando avanti una politica “non convenzionale” di tipo espansivo mirata alla normalizzazione del cambio e pianificando un lento processo di apertura del proprio mercato verso l’esterno. L’Asia vede un livello generalizzato di bassi tassi di interesse che contrasta con la politica anti-inflazionistica portata avanti nella

maggior parte dei mercati dell'America Latina, Brasile in testa, dove il problema è rappresentato da importanti deficit nelle partite di conto corrente.

I mercati finanziari.

Il 2015 è l'anno in cui la volatilità riprende: l'avvio del QE della BCE fa esplodere i mercati europei nel I° trimestre e consolida l'indebolimento dell'Euro. Il II° semestre vede un graduale storno dei governativi, con prese di profitto importanti che, al termine della "crisi" greca di giugno - qualche tensione tra Syriza e la troika, rapidamente rientrata - diventano nuove opportunità d'acquisto.

Nel III° trimestre i mercati si fermano, poi riprendono, salvo girare in rosso in agosto con la Cina, che mostra dati in forte riduzione sul manifatturiero e sull'export e vara una politica di svalutazione del cambio che continuerà nei mesi a venire. Il fattore Cina, paese in "transizione di modello economico" è uno degli elementi che ha contribuito maggiormente e continuerà a farlo negli anni a venire alla volatilità dei mercati. I timori sulla debolezza cinese e la forte depressione nei prezzi delle materie prime sono ciò che destabilizza fortemente il mercato nel secondo semestre dell'anno, influenzato anche dall'inizio del processo di rialzo dei tassi in USA, elemento di conferma della stabilità del più grande mercato del mondo, ma anche segnale di minore liquidità a disposizione dei mercati e da risultati inferiori alle attese della politica monetaria di Draghi.

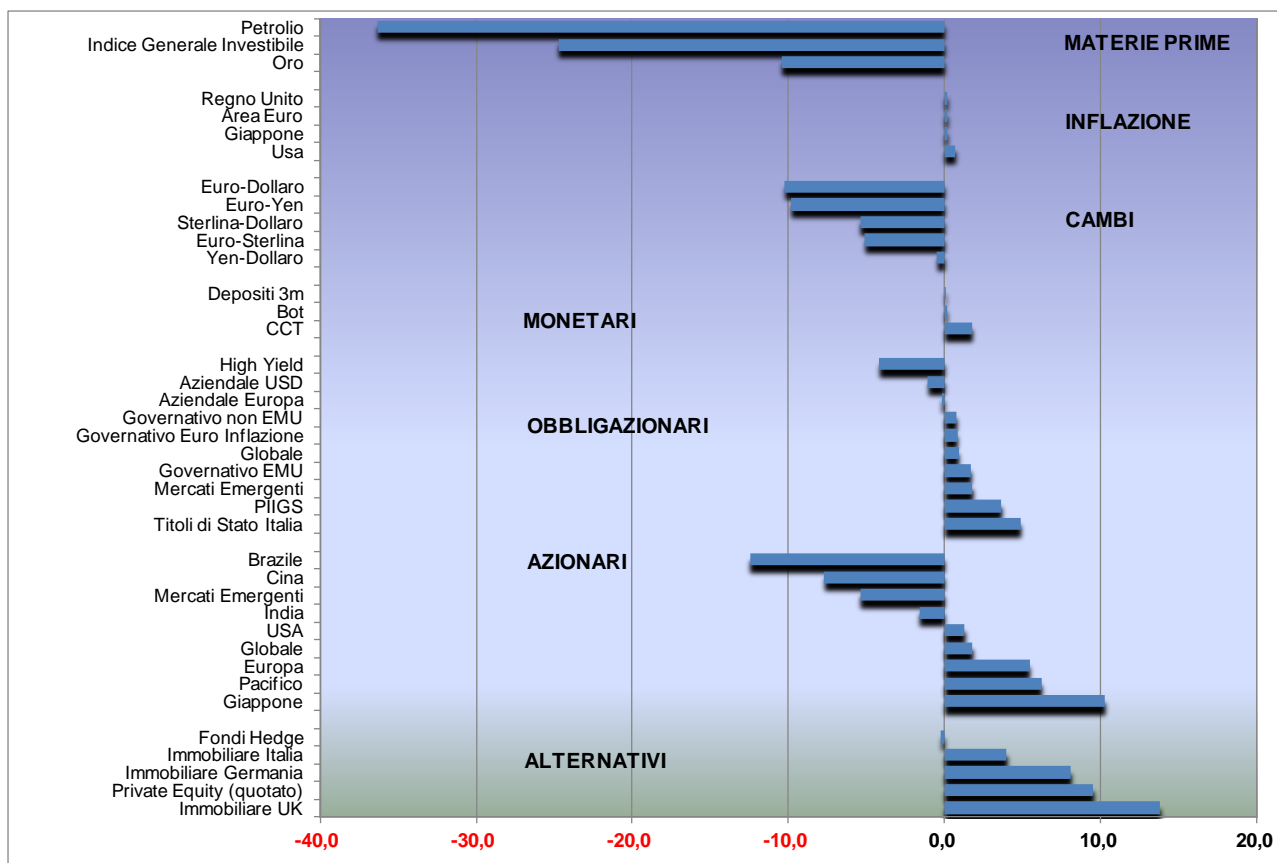
Mercati azionari (esclusa la componente cambio)

L'indice globale azionario ha fatto registrare un progresso del +1,8% con maggiori rialzi nei mercati dei paesi sviluppati (+2,6%) rispetto ai mercati dei paesi emergenti (-5,4%), evidenziando ancora il permanere del flusso di riallocazione dei capitali innestatosi nel 2013.

In particolare il mercato dell'area Pacifico (+6,2%) e il Giappone in primis (+10,3%) hanno performato di più rispetto all'area Euro (+5,4%) e al mercato USA (+1,3%). Quest'ultimo ha recepito le aspettative di rallentamento del ciclo economico e la discesa del prezzo del petrolio che ha impattato severamente sul settore energetico molto sviluppato negli ultimi anni con lo sfruttamento dello *shale gas*.

Nell'area Euro quasi tutti i mercati hanno proseguito il trend positivo del 2014: Italia, Francia e Germania tra il 10% ed il 15%, mentre si rileva un assestamento del mercato spagnolo (-5,8%), un recupero di quello portoghese dopo il forte calo del 2014 (+13,5%) e la Grecia ancora alle prese con la sfiducia dei mercati (-56,9%).

Tra i mercati emergenti la dispersione delle performance va dalla Russia (+22,9%) all'India (-1,6%) fino al Brasile (-12,5%).



Mercati obbligazionari

L'indice globale obbligazionario ha riportato una performance quasi nulla (+0,9%) senza una netta distinzione tra le principali aree.

I maggiori movimenti si sono registrati per i paesi periferici dell'area Euro (+3,7%) ed in particolare per i titoli di Stato italiani (+4,9%) che hanno visto ulteriormente ridursi lo spread nei confronti dei titoli tedeschi, segno di una ritrovata fiducia dei mercati degli interventi di finanza pubblica aiutata anche dalla politica espansiva della BCE.

I mercati che invece meno hanno beneficiato delle condizioni monetarie eccezionali sono quelli del settore privato, sia *investment grade* (-0,2% corporate Euro, -1,1% corporate USA) che *high yield* (-4,2%).

I tassi azzerati sulla parte brevissima di curva imposti dalla BCE segnalano una performance dei mercati monetari prossima allo 0% (+0,1%), ad eccezione dei CCT che hanno beneficiato del restringimento degli spread dell'emittente Italia (1,8%).

Mercati dei cambi

È proseguito nel primo trimestre 2015 il trend di apprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute. Nei trimestri successivi il trend si è arrestato oscillando contro l'Euro tra l'1,05/1,10, e chiudendo definitivamente l'anno con un apprezzamento del 10,2%.

Il dollaro si è apprezzato nei confronti della sterlina (+5,4%) ed è rimasto invariato rispetto allo Yen (+0,5%). L'Euro si è quindi svalutato nei confronti dello Yen e della sterlina rispettivamente del 9,8% e del 5,1%.

Mercati delle materie prime

Nel 2015 è proseguito il trend di ribasso dei prezzi delle materie prime, ancor più del 2014 (-25%) causato principalmente dal forte ribasso dei prezzi del petrolio (-36%). Poca difesa anche dai prezzi delle materie prime non energetiche che hanno continuato a scendere tra cui l'oro, bene rifugio per eccellenza, che ha segnato una performance del -10,4%.

Il petrolio partiva dai livelli di 50 dollari di inizio anno ed è arrivato fino a \$60 a fine giugno. Poi ha ripreso a scendere toccando i 40 dollari ad agosto, per poi scendere significativamente da novembre fino a gennaio 2016 dove ha toccato i minimi sui 27 dollari.

Investimenti alternativi

L'indice del Private Equity quotato nel 2015 ha segnato un discreto rialzo (+9,5%) anche se l'indice calcolato da Cambridge sugli investimenti diretti di Private Equity in USA ha registrato per la prima volta negli ultimi tre anni un dato negativo nel terzo trimestre (-1,4%). L'anno 2015 ha visto comunque un'accelerazione delle attività di *exit* degli investimenti grazie anche alle ottime quotazioni del primo semestre del mercato azionario quotato che hanno spinto in alto le operazioni di fusione e acquisizione.

L'indice dei Fondi Hedge dell'universo investibile non consegna sostanzialmente performance nel 2015 evidenziando comunque una dispersione delle sottostanti strategie: da quelle molto positive come *directional quant* (+9,0%), *merger arbitrage* (+8,4%) e *volatility* (+6,3%) a quelle che più hanno sofferto quali *credit* e *FI arbitrage* (-4,4%), *special situation* ed *event driven* (-6,6%) e *distressed restructuring* (-11,1%).

I mercati immobiliari.

Per il 2015, i dati al III° trimestre confermano il trend di crescita che stima un volume globale di transazioni di circa Euro 1,000 miliardi (+15% rispetto all'anno precedente), con una diversa distribuzione sia per macro aree, che all'interno delle medesime. Gli USA vedono una crescita a circa +30% (+40% se rilevata in Euro senza considerare l'effetto cambio) supportata principalmente dalla domanda interna, l'Asia in calo di -13% (effetto Cina), l'Europa in crescita di +10%.

I grandi volumi si concentrano sempre sulle grandi città, New York e Londra in testa. Negli USA il ciclo economico si considera ormai 'normalizzato': il 2016 è visto come l'anno in cui gli indicatori macro saranno più allineati, con disoccupazione inferiore al 5% e un maggior impulso interno al settore immobiliare, dato da migliori condizioni di accesso al credito ed un'aumento nella confidenza dei consumatori. In Europa il ciclo è ancora in corso, date le diverse condizioni interne, e l'afflusso di capitali dall'estero si mantiene alto (circa il 60% del totale). L'anno presenta un record di transazioni. Volumi

stabili in UK (circa euro 70 miliardi, concentrate al 68% su Londra) e crescita in Germania, Francia e paesi Nordici.

L'Italia torna nel radar con importanti transazioni estere (uffici su Milano e transazioni commerciali, anche ad opera di fondi private equity e grandi investitori stranieri): transazioni più grandi ma meno numerose.

Per il 2016, gli analisti prevedono un rallentamento degli investimenti sui grandi centri considerando che gli investitori si sposteranno più sulla 'periferia' alla ricerca di maggiore reddito.

In Europa, dove si registra complessivamente +10,1% di performance (suddivisa tra +6,2% in termini di crescita dei prezzi, significativi di un settore in fermento, e 3,7% in termini di reddito, stabile) è importante distinguere tra UK ed Europa continentale.

- UK: Il consolidamento degli indicatori macro, permanendo bassi livelli dei tassi di interesse (il tightening è previsto iniziare alla fine dell'anno, salvo imprevisti), ha visto aumentare negli investimenti il ricorso alla leva e le percentuali di debito (da 50% a 70% circa).

Lo spread tra rendimento immobiliare (intorno ai minimi) e dei titoli di stato (anch'esso ai minimi) è al massimo storico (intorno a 3,2%, contro un livello 'normale' tra 2-2,5%) segno che pur in presenza di un mercato già ampiamente salito, l'immobiliare continua a risulta attraente rispetto ai titoli di stato¹.

A Londra il mercato *prime* direzionale della City si assesta poco sopra il 4%, nel West End al 3,5% o inferiore. Il resto del paese si assesta intorno al 5%.

Nel 2015 il mercato ha registrato complessivamente +20%, mentre il tasso di rendimento annualizzato dal 1993 risulta pari a circa 8% suddiviso in 2% guadagno di capitale e 6% reddito.

Negli ultimi anni si è assistito ad una serie di fattori di crescita 'strutturale' del mercato:

- ✓ crescita demografica (Londra ha raggiunto il livello più alto di popolazione dal 1939) e di occupazione (con adeguamenti sui progetti infrastrutturali, trasporti, utilities);
- ✓ forte afflusso di capitali esteri anche sui c.d. trophy assets con caratteristiche difensive nel lungo termine;
- ✓ scarsità dell'offerta rispetto alla domanda: elevati livelli di occupazione degli edifici e insufficiente provvista hanno spinto al rialzo i rendimenti locativi, stimolato nuova attività cantieristica, ed 'allargato' i limiti della città.

I rendimenti complessivi, rispetto agli ultimi esercizi (+20% nel 2014, +15% nel 2015), si prevede si normalizzeranno nei prossimi anni a convergere verso i valori

¹ Allo stesso tempo va considerato che il mercato è molto alto e che i tassi di capitalizzazione attuali – utilizzati per determinare il valore delle proprietà – stanno arrivando a livelli molto bassi rappresentando a loro volta un elemento di rischio.

medi di lungo termine, intorno all'8%. Si potranno vedere quindi anche riduzioni di prezzo in alcuni anni in relazione alla dinamica degli investimenti, dell'afflusso dei capitali, del rapporto domanda/offerta.

- Europa: panorama estremamente diversificato: Parigi è uno dei mercati urbani prime più importanti, il secondo dopo Londra; la Germania nel suo complesso è il secondo mercato nazionale dopo quello inglese. Spagna ed Irlanda hanno visto un recupero notevole del GDP e dei mercati immobiliari a seguito dei piani di ristrutturazione concordati con l'Europa. Uscendo dalle città i rendimenti sono più alti e suscettibili di attrarre investimenti.

La ripresa del comparto in tutta Europa è largamente supportata dal basso livello dei tassi di interesse, previsti tali nel medio-lungo termine data la politica espansiva portata avanti dalla BCE. Questo stimola gli investitori alla ricerca di rendimenti più elevati rispetto a quelli offerti dalle più tradizionali attività, considerata anche la possibilità di ricorrere a finanziamenti a basso costo.

In Italia, nel 2015 tornata ad una crescita positiva del GDP, gli investimenti stanno lentamente riprendendo, sia nel settore residenziale-*retail*, dove le condizioni di accesso al credito stanno lentamente migliorando, sia sui grandi investimenti che continuano a vedere afflusso di capitali esteri. Il *prime* a Milano ha un differenziale di rendimento di circa 1% rispetto a Londra, a fronte di un mercato comunque non comparabile sia in termini dimensionali che di complessità gestionale ed amministrativa.

Si prevede che il 2015 chiuda con volumi superiori a €8 miliardi (+50% rispetto al 2014), con rendimenti variabili tra il 3,5% dell'*high street* nelle principali città, il 4% degli uffici, il 5% del retail ed il 7% della logistica. E' interessante vedere come i rendimenti siano scesi maggiormente nel 2014 rispetto al 2015, dove le transazioni sono state meno, ma più grandi e concentrate sul mercato di ampia gamma - *high street* è sceso di circa 0,50%.

Il ricorso al credito è migliorato, anche in termini di maggiore accesso ai mutui sul mercato residenziale, pur mantenendosi spread più alti di quelli praticati dalle banche nel resto d'europa. Mentre in Italia lo spread si attesta a 2,25%, in Germania è assestato a 1%, in UK a 1,25%, in Spagna a 1,80%.

E' interessante comparare Inghilterra ed Italia in termini di GDP e GDP pro-capite rispetto ai volumi di investimento immobiliare (1 a 11). Si nota che i due paesi, abbastanza simili in termini di popolazione, hanno raggiunto entrambi il massimo GDP nel 2007; dopo lo scoppio della crisi l'Inghilterra ha recuperato il differenziale nel 2014, l'Italia sta recuperando molto più lentamente.

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

La Fondazione ENPAM si è avvalsa di un consulente esterno (Iscritto all'albo CONSOB per la specifica materia) sia per la definizione della Asset Allocation Strategica (AAS), attraverso un modello di ottimizzazione basato sui rendimenti attesi, la volatilità

di ciascuna classe di investimento e la matrice di correlazioni, sia per la misurazione del rischio del portafoglio che viene effettuata ex-post alla fine di ciascun trimestre.

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

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

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

L'Asset Allocation Strategica.

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

L'AAS viene denominata provvisoria in quanto basata su delle simulazioni attuariali provvisorie, che contenevano modifiche dei regolamenti in itinere, che differiscono oggi da quelle effettivamente risultanti alla fine del percorso normativo, conclusosi con l'approvazione da parte dell'autorità competente. Gli effetti della riforma finale non variano significativamente rispetto alle proiezioni effettuate con le simulazioni attuariali provvisorie. In particolare si evidenzia un anticipo della gobba del deficit di saldo previdenziale dal 2029 al 2027 ed un ritardo del ritorno al saldo positivo dal 2036 al 2037. Nel punto di picco il deficit previdenziale passa da circa -300 milioni di Euro a -500 milioni. Tuttavia, ipotizzando un rendimento del patrimonio del 2%, il saldo di esercizio complessivo rimane sempre positivo toccando un minimo di circa 70 milioni di Euro nel 2032 rispetto al minimo di circa 300 milioni, sempre nel 2032.

L'analisi delle simulazioni attuariali ha quindi individuato una fase di attenzione durante la quale i saldi di cassa saranno marginalmente negativi. Il raggiungimento del rendimento obiettivo deve quindi essere completato entro tale termine, per consentire il pieno finanziamento dei saldi di cassa con i proventi della redditività del patrimonio (saldi di esercizio). L'orizzonte temporale del portafoglio strategico è stato calcolato in 15 anni e, per motivi prudenziali, si è adottato un orizzonte temporale più breve di 10 anni. La probabilità stimata che la AAS fallisca il raggiungimento dell'obiettivo di rendimento minimo del 2% netto nell'arco di dieci anni non è superiore al 5%.

Nel corso del 2015 è proseguita l'attività di revisione analitica delle passività che condurrà nel primo semestre del 2016 alla rielaborazione del nuovo Bilancio Tecnico e di conseguenza ad una revisione della strategia di investimento, già in corso di elaborazione

nei primi mesi del 2016 col supporto dell'Investment Advisor, nominato nel dicembre 2015 Willis Tower Watson.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

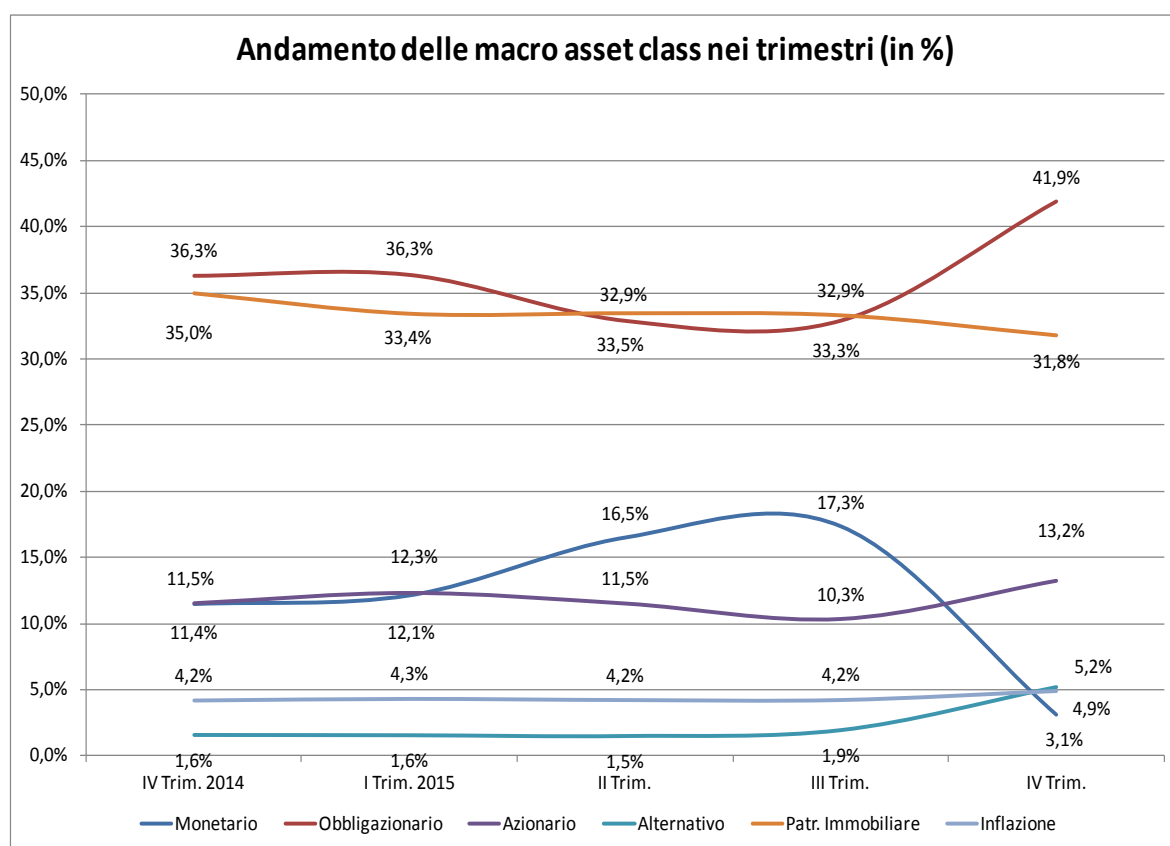
L'Asset Allocation Tattica.

Il presente paragrafo evidenzia i trend di fondo degli investimenti patrimoniali tra le diverse macro asset class nel corso del 2015 alla fine di ciascun trimestre così da evidenziare le principali scelte tattiche di deviazione dalla Asset Allocation Strategica.

Nel corso del 2015 l'Ente ha proseguito il progetto di revisione del portafoglio al fine di raggiungere una graduale e progressiva convergenza generale del portafoglio rispetto a quanto previsto dall'allocation strategica di lungo periodo. In linea con il processo avviato negli scorsi esercizi, 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 immobiliare a favore del finanziario 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 per il portafoglio finanziario, per le ragioni esposte nel successivo paragrafo inerente l'andamento del rischio, si è proceduto nell'ultimo trimestre ad investire, tra fondi e mandati, circa 2,7 miliardi di euro. Nella seconda parte dell'anno si è anche cominciato a costruire la posizione sul comparto *Commodity* sfruttando il forte ribasso dei prezzi, pur sempre rimanendo in deciso sottopeso.



Il grafico evidenzia come, nel corso dell'anno, sono variati i pesi percentuali nei comparti ed in particolare si rileva l'aumento della esposizione al comparto monetario nei primi trimestri del 2015. La posizione è stata determinata alla fine del 2014 in considerazione della forte compressione del rischio che si temeva potesse sfociare in una correzione dei mercati come effettivamente è successo nel II e III trimestre 2015. Poiché i rendimenti ottenibili da investimenti di mercato monetario sono stati costantemente nulli o negativi durante l'anno, si è preferito mantenere la giacenza sui conti correnti di funzionamento che hanno comunque fornito una remunerazione superiore (+0,4%).

Scostamenti da Asset Allocation Strategica del trimestre					
Asset Class	2014 IV	2015 I	2015 II	2015 III	2015 IV
MONETARIA	6,4%	7,1%	11,5%	12,3%	-1,9%
OBBLIGAZIONARIA	-4,7%	-4,7%	-8,1%	-8,1%	0,9%
Titoli di Stato area Euro	-1,3%	0,5%	-1,4%	-1,1%	0,0%
Titoli di Stato Mondo (ex Eu	-2,5%	-1,4%	-2,3%	-2,2%	1,1%
Titoli Paesi emergenti	-0,8%	-0,8%	-0,1%	-0,2%	0,4%
Titoli Aziendali area Euro	-0,3%	-1,7%	-2,3%	-2,5%	-0,8%
Titoli Aziendali area USA	-0,3%	-1,8%	-1,9%	-2,0%	0,3%
Titoli High Yield	0,5%	0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,1%
INFLAZIONE	-0,3%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	0,4%
AZIONARIA	2,5%	3,3%	2,5%	1,3%	4,2%
Azioni Europa	1,1%	1,4%	1,0%	0,8%	1,9%
Azioni Nord America	1,2%	1,3%	1,1%	0,7%	1,8%
Azioni Pacifico	0,0%	0,2%	0,0%	-0,2%	0,1%
Azioni Mercati emergenti	0,2%	0,4%	0,3%	0,1%	0,3%
ALTERNATIVI	-3,9%	-3,9%	-4,0%	-3,6%	-0,3%
Hedge Funds	-2,1%	-2,1%	-2,2%	-2,1%	-0,3%
Commodity	-1,1%	-1,2%	-1,2%	-0,9%	-0,6%
Private Equity	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	0,7%
IMMOBILIARE	0,0%	-1,6%	-1,5%	-1,7%	-3,2%
TOTALE	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

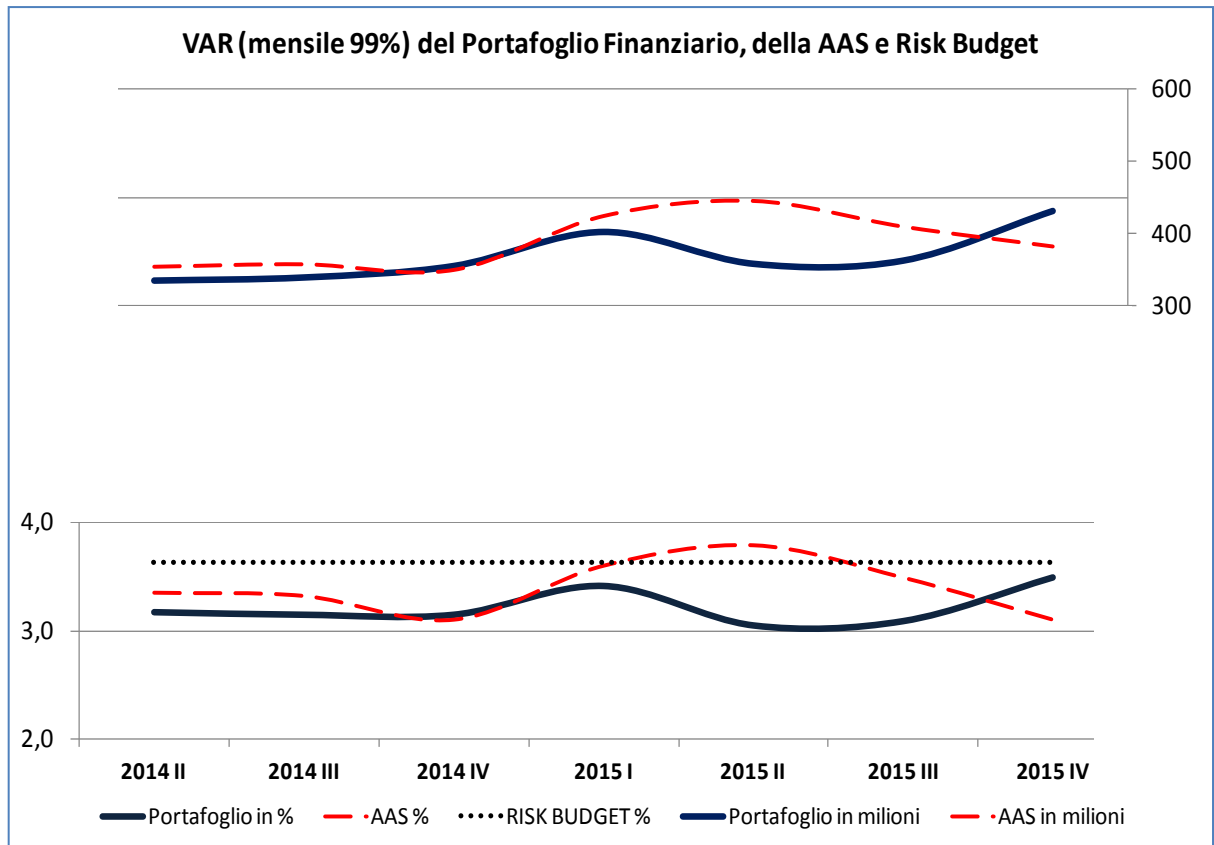
Nella tabella si nota l'effetto complessivo delle attività di investimento in termini di scostamento del Portafoglio di Investimento complessivo dalla Asset Allocation Strategica deliberata.

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

- rientro della sottoesposizione al mercato obbligazionario attraverso la chiusura del sottopeso nel comparto titoli di stato mondo ex-Euro;
- aumento del sovrappeso nel mercato azionario principalmente Euro e USA, che continua dal 2013;
- sottopeso nel comparto monetario finalizzato ad anticipare i notevoli flussi di rimborso del portafoglio titoli strutturati atteso nel 2016.

Il Rischio del portafoglio.

Il Valore a Rischio (VAR) del portafoglio finanziario complessivo alla fine del 2015, secondo le analisi del Risk Advisor, è di circa il 3,5% (base mensile al 99^{mo} percentile), superiore a quello del benchmark che è del 3,10% ma inferiore al risk budget complessivo del 3,63%. Durante l'anno si è evidenziato un dato stabile nei primi 3 trimestri e poi, con gli investimenti effettuati nel quarto trimestre, il VAR ha superato quello di mercato ma è rimasto al di sotto del livello di risk budget.



Il VAR in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 430 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 430 milioni con una probabilità dell'1%.

Nel corso del 2015 il mercato ha visto caricarsi il rischio nei primi due trimestri, con il valore del benchmark strategico che ha sconfinato sopra il Risk Budget. In tale circostanza si è preferito aspettare il rientro dei parametri nei limiti previsti nel terzo trimestre ed effettuare gli investimenti nel quarto, appena i mercati sono stabilizzati.

Il VAR del portafoglio obbligazionario, compresa la liquidità, che alla fine del 2015 pesa per circa il 50% del portafoglio complessivo, il 73% del portafoglio mobiliare, è di circa il 3,66% ed è superiore a quello del benchmark, che è del 2,84%. Il dato è in aumento rispetto allo scorso anno in quanto, come già evidenziato dalle scelte tattiche, è aumentata la componente obbligazionaria non monetaria in funzione della scelta di tornare a benchmark sulla macro classe obbligazionaria e sovrappesare il comparto non governativo.

Il VAR obbligazionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 310 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 310 milioni con una probabilità dell'1%.

Il VAR del portafoglio azionario, che alla fine del 2015 pesa per l'13,2% del portafoglio complessivo il 19,3% del portafoglio mobiliare, secondo le analisi del Risk

Advisor è di circa l'5,7%, in aumento nell'anno, superiore al benchmark che rileva il 5,5% (*n.d.r.* rispetto all'anno scorso il dato è stato calcolato su un orizzonte temporale di 2 anni anziché 10).

Il VAR azionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 136 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 136 milioni con una probabilità dell'1%.

La performance totale del Portafoglio.

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

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

In particolare anche nel 2015 il rendimento di mercato del portafoglio è stato sostanzialmente superiore all'andamento del benchmark della Asset Allocation Strategica, evidenziando contributi positivi derivanti da tutte le principali macroaree.

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

Portafoglio (Mil. di Euro)	2015			
	Valore di Mercato	Peso%	Performance	AAS
Portafoglio Totale	17.970	100%	1,7%	1,5%
Tesoreria	422	2%	0,4%	0,0%
Portafoglio Immobiliare	5.646	31%	2,4%	4,2%
Portafoglio Finanziario	11.902	66%	1,5%	0,1%

Per quanto riguarda il benchmark strategico si rileva che complessivamente negli ultimi 4 anni ha consegnato un rendimento medio annuo inferiore a quello atteso di circa l'1%.

Rendimento del benchmark strategico della Fondazione

Rendimento della AAS	
2012	6,9%
2013	3,3%
2014	5,8%
2015	1,5%
medio per anno	4,4%

In termini comparativi con l'inflazione, che ricordiamo è stata dell'0,7% annuo in Italia negli ultimi quattro anni, il rendimento reale si attesta al +3,4%.

Rispetto al tasso di rendimento del patrimonio (2%) programmato nelle simulazioni attuariali della riforma dei regolamenti, l'eccesso di rendimento è del +2,1%.

In termini di attivo patrimoniale valutato a mercato si stima un ammontare di circa 18 miliardi di Euro che, paragonato al valore contabile delle attività di investimento pari a 16,45 miliardi di Euro, evidenzia un plusvalore netto latente di 1,54 miliardi di Euro, distribuito tra circa 562 milioni del Portafoglio Finanziario e 980,4 milioni del Portafoglio Immobiliare.

Il patrimonio netto di bilancio ammonta a 17,2 miliardi di Euro e quindi, se valutato in termini di mercato, si attesta oltre i 18,7 miliardi di Euro.

Il valore di patrimonio netto contabile è superiore a quello proiettato a fine 2015 nelle simulazioni della riforma approvata che è di 17,04 miliardi di Euro, il che consente di avere un ampio cuscinetto di protezione per eventuali andamenti negativi di mercato.

Il portafoglio finanziario.

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

In particolare si stima una performance finanziaria complessiva del 2015 dell'1,5% (netto costi lordo imposte) che è paragonato positivamente al benchmark strategico che ha segnato il +0,1%.

Volendo riassumere per il solo portafoglio finanziario abbiamo:

Performance 2015	PTF	AAS	AAT	Excess Return	di cui AAT	di cui Selezione
Portafoglio Finanziario	1,5%	0,1%	0,6%	1,3%	0,5%	0,8%

Nel corso dell'anno le allocazioni tattiche hanno contribuito marginalmente per un +0,5%. In particolare hanno contribuito positivamente il sottopeso nelle *commodities*, il sovrappeso nell'azionario Europa, il sottopeso nel corporate USA e nell'High Yield.

Contributi negativi invece dal sottopeso nel Governativo Euro, dal sottopeso nel Private Equity e dal sottopeso nel Governativo ex-Euro.

Il maggior contributo in termine di selezione, sia assoluto che relativo, è pervenuto dai titoli strutturati e dai titoli di Stato, dalle polizze, dai fondi e dalle gestioni attive.

A livello complessivo del portafoglio in delega di gestione, sono stati effettuati investimenti per circa 2,7 miliardi di Euro. I conferimenti sono avvenuti nel corso dell'anno, come già anticipato, cercando di equilibrare le esposizioni ai diversi comparti della AAS.

In linea con il percorso avviato negli scorsi esercizi, è proseguita l'attività di razionalizzazione ed efficientamento 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.

Conferimenti al Portafoglio in delega di Gestione (milioni di Euro)			
Attività conferita	Gestori Attivi	Gestori Indicizzati	Totale
<i>Liquidità</i>	1.840	848	2.688
Titoli	-	39	39
Totale	1.840	887	2.727

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

- avvio delle gestioni attive globali obbligazionarie (1,4 mld) e azionarie (380 milioni) sulla base della procedura di selezione avviata alla fine dello scorso anno come anticipato;
- avvio delle gestioni semipassive nel comparto *commodity* per 170 milioni (in parte finanziate con la liquidazione degli ETF preesistenti);
- ulteriore incremento delle gestioni indicizzate per circa 890 milioni;
- vendita di titoli strutturati per circa 320 milioni.

Gli interventi del 2015 hanno permesso di completare la struttura portante del portafoglio tra investimenti a ed efficienza di costo, con i gestori indicizzati, ed investimenti ad efficienza di ricavo, con i gestori attivi.

Il portafoglio con i gestori attivi, che continueranno a crescere anche nel 2016, dovrebbe consegnare una maggiore capacità di reazione alle condizioni avverse dei mercati finanziari.

Per quanto riguarda le procedure di investimento, con l'insediamento del nuovo Investment Advisor, è stato esaminato e portata avanti la procedura di selezione di uno/due gestori per il programma di *private equity* che dovrebbe concludersi nel 2016.

Alla fine dell'esercizio 2015, l'Attivo Patrimoniale afferente al portafoglio finanziario risulta così distribuita nelle diverse componenti:

Esercizio 2015 Portafoglio Finanziario	ATTIVO CIRCOLANTE			ATTIVO IMMOBILIZZATO			TOTALE		
	Bilancio 2015	Plus/Minus da valutazione	Totale valorizzazione	Bilancio 2015	Plus/Minus da valutazione	Totale valorizzazione	Bilancio 2015	Plus/Minus da valutazione	Totale valorizzazione
Titoli di Stato *	657.799.083	22.776.565	680.575.648	425.966.570	123.793.908	549.760.478	1.083.765.653	146.570.473	1.230.336.126
Altri Stati	2.903.513.288	47.131.447	2.950.644.735	-	-	-	2.903.513.288	47.131.447	2.950.644.735
Titoli obbligazionari **	1.847.792.647	23.823.368	1.871.616.015	1.454.977.638	95.559.749	1.550.537.387	3.302.770.285	119.383.117	3.422.153.402
O.i.c.v.m.	2.061.532.281	36.722.576	2.098.254.857	-	-	-	2.061.532.281	36.722.576	2.098.254.857
Azioni	1.430.861.342	196.494.464	1.627.355.806	100.950.550	17.560.042	118.510.592	1.531.811.892	214.054.506	1.745.866.398
Partecipazioni in fondi di private equity	-	-	-	283.119.753	22.679.636	305.799.389	283.119.753	22.679.636	305.799.389
Contratti assicurativi	-	-	-	33.384.904	-	33.384.904	33.384.904	-	33.384.904
Liquidità di conto corrente	504.581.435	-	504.581.435	-	-	-	504.581.435	-	504.581.435
Ratei obbligazionari ***	46.567.646	-	46.567.646	8.860.445	-	8.860.445	55.428.091	-	55.428.091
Operazioni Copertura Cambi	1.929.332	-	1.929.332	-	-	-	1.929.332	-	1.929.332
TOTALE	9.454.577.054	326.948.420	9.781.525.474	2.307.259.860	259.593.335	2.566.853.194	11.761.836.914	586.541.755	12.348.378.668

* In questa voce nell'attivo immobilizzato sono compresi anche i ratei su scarti di emissione (€ 157.438.339)

**in questa voce nell'attivo immobilizzato nel valore di bilancio sono compresi i crediti p/ristrutturazione titoli (€ 29.438.999), i ratei su scarti di emissione (€ 2.487.211,42). Nella valorizzazione totale sono comprese le relative plus (€ 3.487.420) sui crediti p/ristrutturazione al loro valore effettivo.

*** In questa voce nell'attivo immobilizzato sono compresi i ratei attivi delle cedole dei Titoli obbligazionari (€ 4.036.445), nonché dei proventi a lunga scadenza dei Titoli Obbligazionari (€ 4.824.000).

Il portafoglio immobiliare

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

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

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

In quest'ottica si stima una performance finanziaria complessiva per il 2015 pari a 2,41% (netto costi lordo imposte) che è paragonato positivamente al benchmark immobiliare IPD, elaborato da MSCI, preso a riferimento del mercato italiano – senza distinguere tra strategie sottostanti o strategie d'uso - che ha segnato circa 1,6%²

Il maggior contributo è arrivato dalla componente indiretta, con una performance del portafoglio inclusivo dei fondi immobiliari e della partecipazione nel Campus Biomedico pari a 3,41%; detta performance complessiva vede valori diversificati a seconda della tipologia dei fondi e delle strategia d'uso dei cespiti in essi contenuti, con

² Dato provvisorio al momento di redazione della nota

una predominanza reddituale dei fondi *healthcare*. La partecipazione in Enpam Real Estate non viene inserita nelle componenti dell'attivo, evidenziando solamente la componente di utile/perdita d'esercizio ai fini del calcolo della performance. Sul portafoglio diretto la performance è del 1,27%.

Nel corso dell'esercizio la Fondazione ha visto nuovi investimenti indiretti – in termini di nuovi richiami al lordo di rimborsi, e nuove sottoscrizioni - per circa €473,67 milioni, mentre sul portafoglio diretto ha visto l'apporto di 7 cespiti ad uso turistico-ricettivo ad un fondo, la vendita di 8 complessi immobiliari a Roma e la vendita parziale di un complesso residenziale a Pisa.

In linea con il percorso avviato negli scorsi esercizi, è proseguita l'attività di razionalizzazione della componente immobiliare che nel corso dell'esercizio è scesa al di sotto del limite del 35% di patrimonio fissato dall'AAS provvisoria del 2012, attestandosi al 31,38%.

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

ASSETTO ORGANIZZATIVO – PRINCIPALI EVENTI DEL 2015

Nel corso del 2015 viene aggiudicato il ruolo di Investment Advisor alla società Tower Watson (fusasi di recente con Willis dando luogo alla nuova società Willis Tower Watson), che inizia nel mese di dicembre a prendere contatto con la struttura per la pianificazione sia delle attività di revisione dello schema di Asset Allocation, che di supporto al processo di selezione dei gestori e di analisi degli investimenti.

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

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

- L'Asset Allocation Strategica venga approvata dal Consiglio di Amministrazione su proposta del Chief Investment Officer e del Direttore Generale e di un advisor dedicato³
- L'Unità Valutazione Investimenti Patrimonio (UVIP) proponga l'Asset Allocation Tattica, vigili sugli investimenti, selezioni i gestori proposti dalla struttura con l'aiuto di un *advisor*; il Consiglio di Amministrazione deliberi sulle proposte dell'UVIP;
- Il Risk Advisor è esterno, vigila sul portafoglio e riferisce direttamente all'UVIP ed al Consiglio di Amministrazione.

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

³ Come già accennato, si ricorda che nei primi mesi del 2014 la Fondazione ha avviato la procedura per la selezione dell'Investment Advisor, che è il soggetto che ricoprirà nello specifico questo ruolo.

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

Informazioni concernenti l'ambiente ed il personale

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

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

Nel corso dell'anno 2015, relativamente alla crescita professionale delle risorse umane, in tutto l'Ente si sono avuti n. 150 avanzamenti di carriera ex art. 47 CCNL, in base al rinnovato sistema di valutazione e valorizzazione del personale in una visione più generale di *governance* specifica.

In merito ai programmi formativi nel 2015 si è raggiunta una maggiore strutturazione della formazione come leva strategica per il personale della Fondazione, con monitoraggio dell'efficienza e dell'efficacia della formazione stessa.

Accanto alla formazione tradizionale in aula ha trovato sempre più la sua collocazione la formazione/autoformazione on-line capillarmente distribuita al personale, grazie alla costruzione e realizzazione della piattaforma *elearning* Noienpam con notevoli ricadute in termini di risparmio economico essendo la stessa, oltre che progettata e tenuta internamente da personale in forza alle Risorse Umane, fruita direttamente dalle postazioni lavorative senza costi aggiunti per docenze esterne e per spostamenti.

La piattaforma *elearning* ha messo a disposizione attività formative, informative e di aggiornamento, per stimolare i processi di apprendimento autodiretto, in modo personalizzato, continuo, interattivo e dinamico via *web*, in un'ottica di *life long learning* e di miglioramento culturale e professionale continuo e costante.

Nell'anno trascorso si è poi dato adempimento procedurale all'applicazione del contributo di solidarietà residuale previsto dall'art. 3 della legge 92/2012 per le aziende prive di organismi di solidarietà bilaterale ed istituito con decreto interministeriale n.7914 del 7 febbraio 2014 (circ. INPS n. 100 del 2 settembre 2014 dec. 1/1/2014), nonché all'adeguamento al nuovo sistema di comunicazione predisposto dal Casellario dei Pensionati INPS per la trasmissione e l'elaborazione dei dati relativi alle pensioni dell'ex Fondo di previdenza integrativo del personale ENPAM, con applicazione del nuovo sistema di rivalutazione annuale dei trattamenti in essere e relativi conguagli, ai sensi dell'art. 1, comma 483 della Legge n. 147 del 27/12/2013.

Si è data applicazione al bonus a favore dei lavoratori dipendenti ed assimilati con redditi non superiori a 26mila euro annui, introdotto dall'art. 1 del D. L. 24 aprile 2014 n.66, convertito con modifiche in Legge 23 giugno 2014 n. 89 e stabilizzato per il 2015 dalla Legge di stabilità 190/2014 con individuazione dei beneficiari, riconoscimento credito, conguagli e compensazioni in linea con le indicazioni contenute nelle circolari dell'Agenzia delle entrate n. 8E, 9E e 22E / 2014 per la corresponsione del beneficio da parte dei sostituti d'imposta.

Nel corso del 2015 sono stati effettuati passaggi di livello retributivo superiore per dipendenti con determinati requisiti di merito. I riconoscimenti economici hanno interessato n. 44 risorse umane.

I dipendenti in servizio al 31/12/2015 sono 493, di cui n. 1 risorsa umana con qualifica di dirigente a tempo determinato e n. 27 risorse umane in posizione di distacco (n. 25 dipendenti distaccati presso l'Enpam Real Estate e n. 2 unità presso il Fondo Sanitario), così inquadrati nelle diverse aree contrattuali:

Dirigenti	n.	21
Quadri	n.	70
Area professionale	n.	16
Area "A"	n.	263
Area "B"	n.	104
Area "C"	n.	19
Totale	n.	493

Relativamente al costo del personale si evidenzia che è in corso una interlocuzione con il Ministero del Lavoro relativamente alla progressione operata negli anni precedenti dalla Fondazione.

Al riguardo, essendo la situazione di non facile definizione giuridica, la Fondazione sta approfondendo la questione con i propri consulenti legali e con le Organizzazioni Sindacali al fine di assumere le conseguenti decisioni.

Attività di ricerca e sviluppo

Nel corso del 2015 sono state organizzate numerose campagne di comunicazione a supporto di iniziative istituzionali dell'Enpam: polizza sanitaria, rateizzazione e addebito diretto dei contributi previdenziali, busta arancione, nuovi servizi a distanza attivati presso gli Ordini, video consulenze, iscrizione all'area riservata, dichiarazione dei redditi professionali online, lotta all'elusione ed evasione contributiva delle società, mutui agevolati riservati agli iscritti, proposta di una staffetta generazionale tramite anticipazione della prestazione previdenziale, cinque per mille e calamità naturali.

Sono stati curati i rapporti con i media nelle situazioni di criticità e garantita l'informazione istituzionale in campo previdenziale, assistenziale, finanziario e immobiliare.

Numerose sono state le attività per semplificare la comunicazione nei confronti degli iscritti. In particolare è stata inaugurata la nuova sezione “*Come fare per*”, all'interno del sito internet della Fondazione, con lo scopo di permettere un accesso rapido e sintetico alle informazioni, ai moduli e ai recapiti necessari per gli adempimenti Enpam. Parallelamente è proseguita l'attività di semplificazione del linguaggio usato nei formulari e nelle comunicazioni inviate agli iscritti; è stato inoltre organizzato un seminario sul tema rivolto a tutti i dirigenti dell'Ente. Nelle comunicazioni di massa è aumentato l'uso di infografiche, per trasformare concetti complessi in illustrazioni comprensibili a colpo d'occhio.

ANALISI DELLA SITUAZIONE REDDITUALE

1) Trend del Valore del valore della produzione e del risultato prima delle imposte

	Esercizio 2012	Esercizio 2013	Esercizio 2014	Esercizio 2015
Valore della produzione	2.279.516.409	2.325.419.854	2.355.530.681	2.468.683.692
Risultato prima delle imposte	1.315.776.677	1.177.603.014	1.208.330.787	1.069.976.407

2) Schema di conto economico secondo il criterio della pertinenza gestionale

Ricavi delle entrate contributive (RV)	2.392.089.090
Ricavi delle entrate contributive anni precedenti	38.463.141
VALORE DELLA PRODUZIONE OPERATIVA (VP)	2.430.552.231
Costi esterni operativi	1.496.457.924
Costi previdenziali anni precedenti	20.215.955
VALORE AGGIUNTO (VA)	913.878.352
Costi del personale (Cp)	35.704.535
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	878.173.817
Ammortamenti e accanton. (Am e Ac)	63.838.638
RISULTATO OPERATIVO (RO)	814.335.179
Risultato dell' Area Accessoria	50.622.265
Risultato dell' Area Finanz. (al netto degli oneri finanziari)	376.133.487
EBIT NORMALIZZATO	1.241.090.931
Risultato dell' Area straordinaria	-20.018.153
EBIT INTEGRALE	1.221.072.778
Oneri finanziari (Of)	59.299.455
RISULTATO LORDO (RL)	1.161.773.323
Imposte sui proventi finanziari	91.796.916
Imposte sul reddito	23.446.510
RISULTATO NETTO	1.046.529.897

3) Schema di risultati di area e margini intermedi di reddito

MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	878.173.817
RISULTATO OPERATIVO (RO)	814.335.179
EBIT NORMALIZZATO	1.241.090.931
EBIT INTEGRALE	1.221.072.778

ANALISI DELLA SITUAZIONE FINANZIARIA

1. Indicatori di finanziamento delle Immobilizzazioni

Margine Primario di Struttura	10.141.817.964
Quoziente Primario di Struttura	2,44
Margine Secondario di Struttura	10.246.298.997
Quoziente Secondario di Struttura	2,45

2. Indici sulla struttura dei finanziamenti

Quoziente di Indebitamento complessivo	0,02
Quoziente di Indebitamento finanziario complessivo	-

3. Indicatori di solvibilità (o liquidità)

Margine di disponibilità	10.246.398.996
Quoziente di disponibilità	39,28
Margine di Tesoreria	9.417.269.931
Quoziente di Tesoreria	36,18

Altri indicatori non finanziari

Sempre in attuazione al disposto dell'art. 2428 del codice civile, modificato dal D.lgs 32/2007, si riportano prospetti di indicatori non finanziari per una migliore comprensione dell'attività istituzionale della Fondazione.

RAPPORTO ISCRITTI – PENSIONATI

Fondo di Previdenza	n. iscritti attivi	n. pensionati **			Rapporto Iscritti / Pensionati
		Medici	Superstiti	Totale	
Fondo Generale “Quota A”	360.845	61.584	39.629	*101.213	3,57
Fondo Generale “Quota B”	164.462	29.779	10.027	39.806	4,13
Medicina Generale	72.192	13.822	15.506	29.328	2,46
Specialistica Ambulatoriale	19.494	6.813	6.738	13.551	1,44
Specialistica Esterna	**7.566	2.563	3.238	5.801	1,30

* di cui 1.350 hanno una doppia pensione

** di cui n. 794 convenzionati *ad personam* e n. 6.772 ex art.1, comma 39, legge 243/2004

RAPPORTO CONTRIBUTI - PENSIONI

(dati espressi in milioni di euro)

FONDO	CONTRIBUTI	PENSIONI	RAPPORTO
	a	b	(a/b)
Fondo Generale “Quota A” (*)	424,84	247,53	1,72
Fondo Generale “Quota B”	484,75	92,71	5,23
Medicina Generale	1.149,13	757,98	1,52
Specialistica Ambulatoriale	300,20	199,70	1,50
Specialistica Esterna	17,46	43,06	0,41
TOTALE	2.376,38	1.340,98	1,77

* al netto dei contributi per indennità di maternità

RAPPORTO PATRIMONIO/PRESTAZIONI DI TUTTI I FONDI

(dati espressi in milioni di euro)

PATRIMONIO NETTO (A)	PENSIONI (B)	RAPPORTO (A/B)
17.200,70	418,46	41,10

Le riserve tecniche di cui all'articolo 1, comma 4, lettera c) del D.Lgs. n° 509 del 1994 sono riferite agli importi delle cinque annualità di pensione in essere per l'anno 1994.

Se invece si prendono in considerazione le pensioni erogate nell'esercizio 2015, le riserve risultano pari a 12,8 annualità di pensione, a fronte del 12,6 dell'esercizio 2014.

Informazioni sulle operazioni con le parti correlate

In merito al disposto di cui all'art. 2427c.c. n. 22 bis ed in linea all'Appendice di aggiornamento al principio contabile OIC 12, si informa che la Fondazione non ha effettuato operazioni commerciali od operative di entità significativa non concluse a "normali condizioni di mercato".

Con delibera n. 61/2010 il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di affidare alla Enpam Real Estate a socio unico Srl la fornitura dei servizi integrati di gestione del patrimonio immobiliare a partire dal 1° aprile 2011.

Si ricorda che la scelta, sostanzialmente in controtendenza rispetto a quelle fatte dall'Ente nei precedenti 10 anni, è stata ritenuta dal Consiglio la miglior soluzione percorribile considerando che:

- l'affidamento in house providing della gestione non avrebbe richiesto una gara d'appalto;
- i costi strutturali e permanenti correlati allo svolgimento del servizio interno alla Fondazione sarebbero stati ampiamente compensati dal risparmio conseguente all'eliminazione della commessa esterna e anzi, valutando complessivamente la portata della scelta, si sarebbe prodotto un sensibile risparmio in capo all'Ente;
- l'affidamento si sarebbe strutturato effettuando uno spin-off in società commerciale interamente di proprietà della Fondazione, sia della funzione e sia del personale Enpam coinvolto.

In coerenza alla disposizione data dal Consiglio, dal mese di aprile 2011 la Enpam RE fornisce alla Fondazione i servizi integrati di gestione del patrimonio.

In tema di sicurezza e di tutela degli iscritti, il Consiglio di amministrazione nella seduta del 26 giugno 2015 ha deliberato di costituire una società denominata Enpam Sicura Srl a socio unico, interamente partecipata dall'Ente, sottoposta alla direzione e al coordinamento ai sensi dell'art. 2497 del Codice civile. La società è stata costituita in data 14/7/2015 a rogito Notaio Roberto Macrì, rep. n.5985 fascicolo n. 4047 con capitale sociale di €1.500.000 i.v. L'obiettivo, in coerenza al "programma quadrifoglio" è quello di migliorare l'efficienza amministrativa e gestionale dell'Enpam per i propri fini istituzionali, tra i quali la promozione e il sostegno all'attività e al reddito dei propri iscritti. Tale intervento è in linea con le nuove disposizioni statutarie in base alle quali *"La Fondazione ha lo scopo di attuare la previdenza e l'assistenza a favore degli iscritti, dei loro familiari e superstiti, nonché di realizzare interventi di promozione e sostegno all'attività e al reddito dei professionisti iscritti..."* (art. 3, comma 2).

La società in fase di start-up nel 2015 richiederà nel corso del 2016 un approfondimento della mission e una messa a fuoco del perimetro di operatività anche a seguito delle considerazioni espresse dai Ministeri vigilanti in materia; il relativo bilancio, allegato al presente documento, espone l'attività svolta nell'ultimo trimestre del 2015.

Per l'informativa circa i rapporti economico-finanziari tra la Fondazione e le controllate si rimanda a quanto esposto nelle note di commento alla voci di bilancio, in nota integrativa.

Fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Non sono da segnalare in quanto significativi, fatti intervenuti dalla chiusura dell'esercizio 2015 alla data di redazione del presente bilancio.