L'avanzo della gestione non strettamente previdenziale di € 101.333.451, è progressivamente aumentato nel corso degli ultimi anni e ha raggiunto nel 2004 una consistenza di rilievo.

Nel prospetto che segue sono indicati gli avanzi economici degli esercizi decorsi, a far data da quello in cui è stata per la prima volta adottata la contabilità civilistico-economica:

Avanzo d'esercizio 1997	€	148.508.724
Avanzo d'esercizio 1998	€	224.741.494
Avanzo d'esercizio 1999	€	199.136.857
Avanzo d'esercizio 2000	€	234.093.070
Avanzo d'esercizio 2001	€	342.425.979
Avanzo d'esercizio 2002	€	404.898.973
Avanzo d'esercizio 2003	€	442.027.265
Avanzo d'esercizio 2004	€	671.436.093

Nella nota integrativa del conto economico sono fornite le informazioni relative alle componenti della gestione patrimoniale e finanziaria, mentre dettagliate notizie sulla gestione previdenziale compaiono nella parte della presente relazione ad essa dedicata. Qui di seguito si forniscono ulteriori notizie sull'andamento della gestione.

Nell'esercizio si sono attuati i seguenti provvedimenti già in precedenza deliberati:

- aumento del contributo base per la quota "A" del Fondo Generale di euro 10,33 pro-capite, a copertura dei maggiori oneri conseguenti alla rideterminazione delle pensioni di invalidità e premorienza per coloro i quali al momento dell'evento potevano contare solo su una limitata entità contributiva, così come deliberato in riunione congiunta dei Consigli Nazionali della Fondazione e della FNOMCeO del 29 novembre 2003;
- prima applicazione dei riscatti di allineamento contributivo per gli iscritti alla quota "A" del Fondo Generale, al Fondo della libera professione - quota "B" del Fondo Generale -, al Fondo dei Medici di Medicina Generale, in attuazione della deliberazione dell'Ente del 25 luglio 2003 approvata dai Ministeri vigilanti in data 12 febbraio 2004.

Importanti provvedimenti in materia previdenziale sono stati assunti dal Consiglio di Amministrazione nei primi mesi dell'esercizio. Il Regolamento che disciplina le prestazioni assistenziali del Fondo generale è stato revisionato soprattutto uniformando i requisiti di reddito richiesti per accedere alle prestazioni e rideterminando gli importi di alcune di esse. E' stato altresì emanato un primo regolamento delle prestazioni assistenziali aggiuntive del Fondo della libera professione - quota "B" del Fondo generale, al cui finanziamento è destinata la metà della contribuzione al Fondo riferita all'aliquota dell'1%.

Sono state introdotte le appendici normative ai Regolamenti del Fondo dei medici di medicina generale e del Fondo degli specialisti ambulatoriali necessarie a determinare l'entità delle prestazioni previdenziali a favore di coloro che, transitati alla dipendenza, hanno optato per il mantenimento dell'iscrizione all'Enpam e usufruiscono di versamenti contributivi con aliquote più alte dei colleghi in regime di convenzione. L'aliquota di rendimento approvata dai Ministeri vigilanti è fissata al 2,90%.

Infine il Consiglio di Amministrazione, compiuti gli approfondimenti già avviati nel precedente esercizio, ha deliberato un primo pacchetto di misure correttive volte a consolidare nel breve/medio periodo l'equilibrio economico-finanziario dei Fondi gestiti. Tali misure consistono in:

- riduzione del coefficiente di rendimento dall'1,75% all'1,50% per la quota "A" del Fondo Generale;
- rinvio su base volontaria del pensionamento sino al settantesimo anno di età per la quota "A" e la quota "B" del Fondo generale;
- aumento di due punti percentuali dell'aliquota contributiva per il Fondo medici di medicina generale e il Fondo ambulatoriali;
- rideterminazione del coefficiente di rendimento dall'1,456% all'1,50% per il Fondo medici di medicina generale;
- restringimento dei coefficienti di maggiorazione della pensione in caso di pensionamento dopo il 65° anno e fino al 70° anno di età per tutti i Fondi dei medici e odontoiatri in regime di convenzione con il S.S.N.;
- perequazione delle pensioni erogate da tutti i Fondi conservando l'indicizzazione di esse al 75% dell'indice ISTAT fino al limite di quattro volte il minimo INPS, e fissandolo al 50% dell'indice per la parte eccedente il detto limite.

Le suddette disposizioni potranno essere applicate solo dopo che sarà intervenuta la prescritta approvazione da parte dei Ministeri vigilanti, e comunque si è dovuto preliminarmente attendere che fosse sancito negli accordi contrattuali, finalmente formalizzati dalla Conferenza Stato-Regioni il 23 marzo 2005, l'aumento di due punti percentuali dell'aliquota contributiva a decorrere dal 1° gennaio 2004.

Il Fondo degli specialisti esterni, da tempo in sofferenza, potrà contare già dal 2005 su ben più concrete prospettive di risanamento, avendo finalmente la possibilità di ampliare la platea dei contribuenti in applicazione dell'art.1 comma 39 della legge 23 agosto 2004 n. 243 che ha introdotto la contribuzione del 2% a carico delle società professionali mediche e odontoiatriche e delle società di capitali che operano in regime di accreditamento con il Servizio Sanitario Nazionale.

Un'ampia e completa esposizione di tutti gli argomenti su accennati è svolta nella parte della presente relazione dedicata ai Fondi di previdenza gestiti.

Investimenti patrimoniali

Per quanto riguarda gli investimenti patrimoniali, anche nell'anno 2004 la quota di essi destinata ad attività mobiliari è cresciuta sensibilmente, secondo il programma volto a raggiungere gradualmente un maggior equilibrio tra le varie componenti del patrimonio complessivo, storicamente posizionato in misura preponderante nel settore immobiliare. Si riporta qui di seguito la rappresentazione del patrimonio da reddito, con l'indicazione percentuale di ciascun componente di esso, raffrontata con quella dell'esercizio precedente.

	2004	%	2003	%
Immobili ad uso di terzi	3.057.275.087	54,64	3.113.855.501	61,19
Attività finanziarie	2.538.518.161	45,36	1.974.642.844	38,81
Immobilizzazioni finanziarie	*1.148.243.364*	*20,52*		
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	*1.001.906.745*	*17,90*	*1.649.637.786*	*32,42*
Contratti di p.c.t.	*100.000.006*	*1,79*	*169.934.470*	*3,34*
Disponibilità liquide	*288.368.046*	*5,15*	*155.070.588*	*3,05*
Totale	**5.595.793.248**	**100,00**	**5.088.498.345**	**100,00**

Gli investimenti mobiliari si sono incrementati di € 476.857.951 rispetto al precedente esercizio e ammontano, al 31 dicembre 2004, complessivamente tra attività finanziarie immobilizzate e non, e senza considerare l'importo di € 152.800.391 di mutui e prestiti, ad € 1.997.349.718, così suddivisi:

Suddivisione tra patrimonio gestito ed investimenti diretti

GESTIONI PATRIMONIALI	
Gestioni patrimoniali mobiliari	398.007.905
Gestioni patrimoniali in fondi	150.951.956
Totale	548.959.861

INVESTIMENTI DIRETTI	
Titoli obbligazionari	1.267.537.914
O.i.c.v.m. (fondi e sicav)	52.524.674
Contratti assicurativi	32.481.942
Azioni	664.750
Partecipazioni	95.180.577
Totale	1.448.389.857

Le gestioni patrimoniali affidate ad organismi esterni sono in tutto nove, di esse sette sono **gestioni patrimoniali mobiliari** (una è obbligazionaria e sei sono bilanciate) e due sono **gestioni patrimoniali in fondi**, che investono esclusivamente in quote di fondi emesse da società terze, al fine di garantire l'indipendenza del proprio operato evitando, al tempo stesso, l'insorgenza di conflitti d'interesse.

Nell'ambito degli investimenti diretti, i **titoli obbligazionari** sono titoli di diverse tipologie il cui dettaglio verrà successivamente esposto in un'apposita tabella.

Per quanto riguarda i contratti assicurativi, si tratta di tre contratti di capitalizzazione a premio unico rivalutabili annualmente in base al risultato finanziario delle gestioni degli investimenti sottostanti, due di essi sono stati stipulati negli esercizi precedenti rispettivamente con la Compagnia Winterthur e con la Compagnia Unipol ed uno è stato stipulato nel corso del 2004 con la Compagnia Eurosav.

Fanno parte della classe "**O.I.C.V.M.**" le quote del Fondo Immobiliare Michelangelo sottoscritte negli esercizi precedenti per € 2.600.000 oltre alle quote di ETF per complessivi € 9.924.674 acquisite nel corso dell'esercizio così come le azioni della SICAV Invesco Ce Capital Shield per € 40.000.000 anch'esse rilevate nel corso del 2004.

Il Fondo immobiliare Michelangelo rientra nella categoria dei **fondi chiusi**, i quali

acquistano e gestiscono attività immobiliari e per i quali il rimborso della quota investita è previsto solo alla scadenza del fondo stesso la cui durata è, in genere, di 10-15 anni (anche se la liquidabilità del fondo è garantita dalla quotazione).

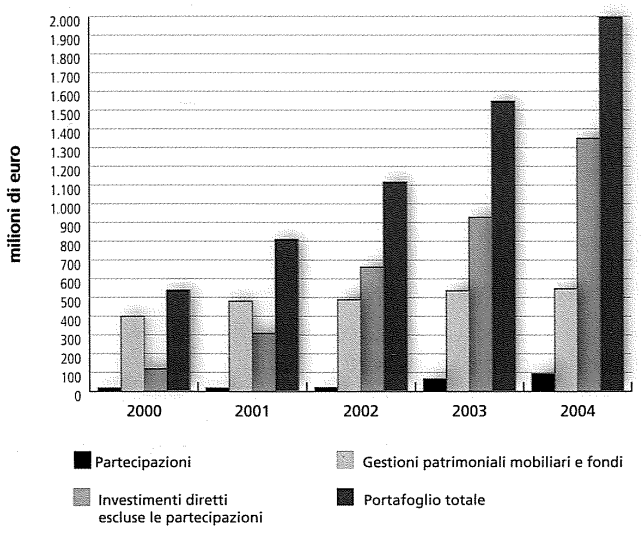
Gli **ETF** (Exchange Traded Fund) sono strumenti giuridicamente assimilabili agli o.i.c.r. la cui composizione replica esattamente e passivamente la struttura dell'indice benchmark di riferimento, presentando, quindi, lo stesso andamento e gli stessi rendimenti dell'indice stesso. Le quote di questi strumenti acquisite dall'Ente nel corso dell'esercizio sono relative agli ETF S&P MIB Master Unit, fondo legato all'indice benchmark S&P/Mib che investe in azioni italiane e DJ Eurostoxx 50 Master Unit, fondo legato all'indice benchmark Dow Jones Euro Stoxx 50 il quale investe in azioni dell'area euro.

Gli unici investimenti in **titoli azionari** effettuati direttamente dall'Ente sono quelli relativi alla Banca Popolare di Sondrio, per un totale di € 664.750, compresi € 96.000 investiti nel corso del 2004 in occasione di una operazione agevolata per i soci di aumento del capitale. Il titolo conserva sempre un andamento positivo, sia perchè cresce costantemente in valore sia perchè distribuisce nel corso degli anni dei buoni dividendi.

Nell'ambito delle **partecipazioni**, € 15.584.150 riguardano il pacchetto azionario totalitario della Immobiliare Nuovo Enpam in liquidazione, € 63.346.335 sono relativi alle quote totalitarie della società Enpam Real Estate srl a socio unico ed € 16.250.092 sono relativi a quote di n.4 fondi mobiliari chiusi di private equity ("European Small Caps", "Absolute Ventures sca", "Quadrivio" e "Interbanca Investimenti sud"). Trattasi per questi ultimi di forme di investimento di medio-lungo termine in imprese che sono in via di quotazione, di sviluppo o di ristrutturazione caratterizzate da elevate potenzialità di crescita. Data la natura del settore di riferimento i frutti dell'investimento non sono immediatamente percepibili ma vengono rilevati alla fine del periodo previsto per l'investimento stesso pari, in genere, a 5-8 anni.

Di seguito si espone la composizione del portafoglio mobiliare nel periodo dal 2000 al 2004 dove viene evidenziato il diverso peso assunto nel corso degli anni dalle gestioni (patrimoniali e in fondi), dagli investimenti diretti e dalle partecipazioni.Il

Patrimonio investimenti mobiliari dal 2000 al 2004



contenuto livello di rischio del patrimonio mobiliare è assicurato da un lato, dalla sussistenza di determinati vincoli che ne regolano la gestione, dall'altro dallo svolgimento della continua attività di misurazione e controllo del livello di volatilità da parte della società di consulenza Mangusta Risk alla quale l'Ente ha affidato tale incarico.

I vincoli stabiliti dal Consiglio di Amministrazione riguardano la struttura del portafoglio mobiliare e prevedono che il peso preponderante degli investimenti sia attribuito ai titoli obbligazionari e che il peso della classe azionaria non superi il limite del 20%. L'ulteriore contenimento del livello di volatilità generale del portafoglio viene realizzato grazie alla presenza di fondi hedge, che fanno parte della classe degli investimenti alternativi, i quali presentano una bassa correlazione con i mercati tradizionali (azionari ed obbligazionari).

La protezione del portafoglio dalla volatilità prodotta dalle oscillazioni dei mercati viene inoltre realizzata mediante il costante perseguimento dell'obiettivo della diversificazione delle attività mobiliari sia a livello di strumenti finanziari che di aree geografiche e settori di riferimento.

Nell'ambito degli investimenti diretti vengono acquisiti essenzialmente titoli di natura obbligazionaria selezionati tenendo presenti le seguenti caratteristiche: rating emittente elevato, rendimento in linea con i migliori rendimenti di mercato e/o con capitale garantito, buon livello di liquidabilità, indipendentemente dalle scadenze, eventuali meccanismi di copertura dall'inflazione (inflation-linked bond).

Gli investimenti in fondi hedge non vengono effettuati direttamente ma tramite titoli obbligazionari strutturati, composti in parte da zero coupon a garanzia del capitale a scadenza ed in parte da un paniere di fondi di fondi hedge di altissima qualità.

Nel corso del 2004 il Consiglio d'Amministrazione, considerato il notevole peso ormai raggiunto dagli investimenti mobiliari, inizialmente sorti anche per creare una quota di patrimonio facilmente liquidabile, ha ritenuto di stabilire più precisi criteri di **classificazione in bilancio dei titoli**, al fine di definirne con un grado ancora maggiore di dettaglio l'esposizione contabile. La diversa classificazione non ha influenzato o modificato il risultato di bilancio, ed ha la finalità di meglio adeguare il patrimonio complessivo dell'Ente alla sua caratteristica di Ente previdenziale finanziariamente proiettato nel lungo periodo.

Secondo i suddetti criteri, sono iscritti tra le immobilizzazioni finanziarie, nell'ambito dei titoli acquistati o sottoscritti direttamente dall'Ente, quindi non facenti parte delle gestioni patrimoniali mobiliari:

- i titoli azionari facenti parte del comparto bancario ed assicurativo, capaci di attenuare i movimenti ciclici dell'economia quali le azioni della Banca Popolare di Sondrio attualmente presenti in bilancio;
- le partecipazioni dell'Ente in società dallo stesso costituite;
- le quote detenute dall'Ente di fondi di private equity;
- le polizze assicurative;
- le quote di fondi immobiliari;
- i titoli di natura obbligazionaria:
  - la cui vita media residua (calcolata al 31 dicembre 2004 per i titoli presenti in portafoglio a tale data, calcolata rispetto alla data di acquisto o di sottoscrizione per i titoli di cui l'Ente entri in possesso successivamente) sia non inferiore a cinque anni;
  - legati a fondi di fondi hedge, strumenti in grado di proteggere il patrimonio mobiliare dai picchi negativi dei mercati finanziari.

Rientrano, invece, nell'ambito dell'**attivo circolante**, oltre a tutti i titoli e strumenti finanziari facenti parte delle gestioni patrimoniali mobiliari:

- i titoli di natura obbligazionaria oggetto di investimento diretto da parte dell'Ente:
- la cui vita media residua (calcolata al 31 dicembre 2004 per i titoli presenti in portafoglio a tale data, calcolata rispetto alla data di acquisto o di sottoscrizione per i titoli di cui l'Ente entri in possesso successivamente) sia inferiore a cinque anni;
- il cui regolamento preveda la possibilità di esercitare l'opzione call (l'emittente si riserva il diritto di rimborsare il titolo in qualsiasi momento o in un momento definito anteriore alla scadenza) o l'opzione put (il sottoscrittore ha il diritto di chiedere all'emittente il rimborso del titolo in qualsiasi momento o in un momento definito anteriore alla scadenza).

Portafoglio investimenti mobiliari

INVESTIMENTI MOBILIARI IMMOBILIZZATI		INVESTIMENTI MOBILIARI NON IMMOBILIZZATI	
Investimenti diretti		**Investimenti diretti**	
Titoli obbligazionari	864.515.704	Titoli obbligazionari	403.022.210
O.i.c.v.m.	2.600.000	O.i.c.v.m.	49.924.674
Azioni	664.750	**Gestioni patrimoniali mobiliari**	
Polizze assicurative	32.481.942	Gestioni patrim. mobiliari	398.007.905
Partecipazioni	95.180.577	Gestioni patrim. in fondi	150.951.956
Totale	995.442.973	Totale	1.001.906.745

Totale portafoglio investimenti mobiliari 1.997.349.718

L'ottimizzazione della struttura del portafoglio mobiliare viene perseguita dall'Ente con l'ausilio della società di consulenza Mangusta Risk, la quale analizza periodicamente il rapporto tra l'asset allocation strategica e tattica degli investimenti. L'**asset allocation strategica** è l'analisi del portafoglio nel suo complesso (investimenti diretti e gestioni patrimoniali) volta a stabilire quali dovrebbero essere i pesi da attribuire alle diverse classi di investimento in base agli obiettivi di rischio-rendimento di lungo periodo stabiliti dall'Ente, l'**asset allocation tattica** è l'effettiva distribuzione dei pesi di ogni classe d'investimento al momento dell'analisi.

Lo scostamento tra asset allocation strategica e tattica fornisce un'indicazione su quanto il peso di ogni classe d'investimento dovrebbe essere incrementato o diminuito, mediante opportuni investimenti e disinvestimenti, al fine di raggiungere una migliore efficienza del portafoglio globale.

Vengono di seguito presentati i pesi delle diverse classi d'investimento relativi all'asset allocation tattica da dicembre 2001 a dicembre 2004, i pesi relativi all'asset allocation strategica e quelli relativi allo scostamento tra le due asset allocation.

Classe	ASSETT ALLOCATION TATTICA				Pesi A.A. strategica	Scostamento asset allocation tattica-strategica
	dicembre 2001 %	dicembre 2002 %	dicembre 2003 %	dicembre 2004 %	%	dicembre 2004 %
Obbligazionario	92,90	88,25	83,79	82,35	69,00	13,35
Azionario	6,71	4,30	5,09	6,20	11,00	-4,80
Alternativi	0,39	7,45	11,12	11,45	20,00	-8,55

Questi valori rispecchiano gli obiettivi dell'Ente che consistono nel mantenere bassi livelli di rischio mirando a rendimenti positivi e costanti, rinunciando, quindi, al perseguimento dei livelli di rendimento più alti che il mercato possa offrire in quanto essi possono essere prodotti solo da forme di investimento altamente volatili.

A novembre 2004 l'ENPAM ha, per la seconda volta, partecipato al premio per i migliori Fondi Pensione Europei **"IPE 2004"**. A tale premio hanno preso parte i maggiori Fondi Pensione a livello internazionale. Dopo aver già conseguito ottimi risultati nel 2003 posizionandosi al secondo posto sia a livello nazionale sia a livello di categoria nell'ambito dei Fondi Hedge e del Risk Management, l'Ente ha quest'anno ulteriormente migliorato la propria classificazione risultando vincitore assoluto del premio relativo al migliore Fondo Pensione italiano.

Questo riconoscimento è stato accolto con grande soddisfazione ed ha costituito un ulteriore stimolo in direzione di una sempre più efficiente gestione del patrimonio mobiliare ed immobiliare.

I titoli obbligazionari presenti tra gli investimenti diretti al 31 dicembre 2004 possono essere così raggruppati per tipologie e rendimenti:

Portafoglio obbligazionario al 31 dicembre 2004

Tipologia	Valore di Bilancio 2004	Cedola lorda 2004	Rendimento medio lordo ponderato
Credit 5 Titoli con cedole o rimborso a scadenza condizionati dal verificarsi di un "evento di credito" (fallimento, mancato pagamento, ristrutturazione del debito) in capo ad un soggetto giuridico o paniere di soggetti giuridici (società o Governi).	95.000.000	5.525.431,51	5,93%
Floater 13 Titoli che pagano una cedola legata direttamente o inversamente ad un tasso di mercato.	145.872.040,38	6.623.946,65	5,74%
Fixed 18 Titoli che pagano una cedola prefissata, al verificarsi o meno di una certa condizione.	116.978.655,22	6.737.822,55	5,26%
Inflazione 7 Titoli con rendimento legato alla variazione di un predeterminato indice dei prezzi.	149.258.679,64	6.728.341,51	5,08%
HFLN 11 "Hedge Fund Linked Notes": Titoli con rendimento legato alla performance di fondi speculativi (hedge funds).	395.489.562,92	15.218.355,46	4,37%
Equity 12 Titoli con rendimento legato alla performance di un paniere di titoli azionari o di indici azionari.	234.469.057,65	5.671.210,06	3,31%
Misti 4 Titoli che non rientrano in una specifica classe di investimento.	80.169.917,81	1.382.680,54	2,18%
3 **HFLN "zero coupon"**	45.300.000,00	Titoli a cedola nulla, con rendimento incorporato nel rimborso a scadenza o anticipato	
1 **Equity "zero coupon"**	5.000.000,00		
TOTALE	**1.267.537.913,62**	**47.887.788,27**	

Il rendimento medio lordo ponderato complessivo dei titoli con cedola è del 4,59%.

Il controllo dell'andamento delle gestioni patrimoniali mobiliari e in fondi viene effettuato dall'Ente sia a livello interno tramite i propri uffici, sia sulla base dei rapporti trimestrali di valutazione prodotti dalla società di consulenza Mangusta Risk Uk ltd., la quale effettua il monitoraggio delle gestioni patrimoniali mobiliari attraverso l'analisi e la valutazione di diversi parametri di rischio-redditività.

In base all'esito di questa analisi viene attuato il sistema di premio-penalizzazione definito dall'Ente, volto a premiare i gestori che hanno prodotto i migliori risultati ed a sanzionare coloro i cui risultati sono stati insoddisfacenti in base a determinati criteri stabiliti ex-ante.

Il totale del patrimonio affidato alle gestioni mobiliari, a dicembre 2004, ammonta ad € 548.959.861. In osservazione del criterio di prudenza dettato dal codice civile, il patrimonio non comprende il maggior valore dei titoli rispetto alle quotazioni di mercato al 31 dicembre 2004, plusvalenze non iscritte in bilancio che ammontano ad € 13.051.759. Il patrimonio delle gestioni patrimoniali, se si considerassero tali plusvalenze, sarebbe quindi pari ad € 562.011.620.

Patrimonio gestito dalle società di intermediazione mobiliare

Di seguito si espone la situazione degli investimenti mobiliari nelle gpm e nelle gpf con separata evidenza del capitale affidato ad ogni singolo gestore al 31.12.2004 e relativo rendimento su base annuale.

Capitale e rendimento sono stati estrapolati dai rendiconti ufficiali di ogni singolo gestore . In particolare, la voce relativa al capitale rappresenta il valore del patrimonio complessivo della gestione calcolato secondo le norme contenute nella delibera CONSOB n. 11522 del 01/07/98 all.5, in base a tale valore viene calcolato il rendimento da parte di ogni singolo gestore.

Nella voce relativa al capitale l'importo comprende, per ogni gestore, la liquidità ed il portafoglio titoli valorizzato al prezzo di mercato al 31.12.2004.

Tale valore, dunque, differisce dal valore di bilancio del patrimonio poiché in quest'ultimo i titoli in portafoglio devono essere valorizzati secondo il criterio del costo medio ponderato e non secondo il prezzo di mercato a fine esercizio.