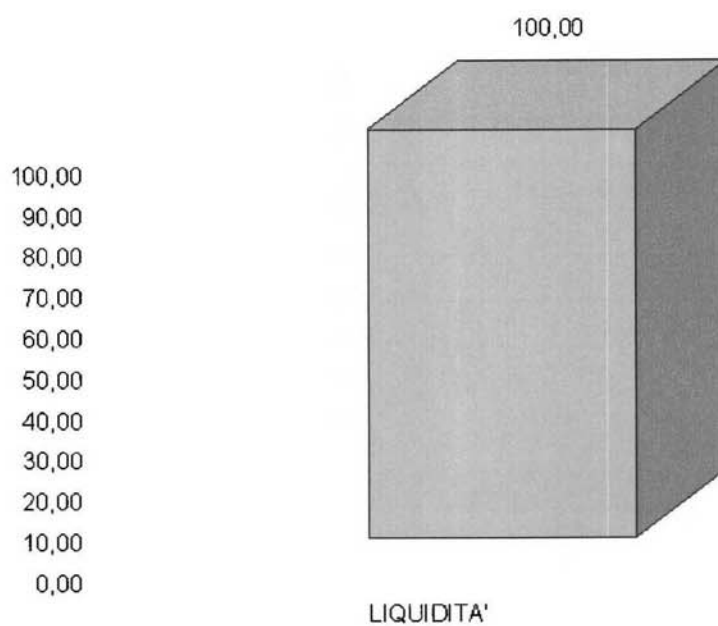


**CREDIT SUISSE**  
Composizione portafoglio



Il complesso delle gestioni patrimoniali mobiliari (g.p.m.) e in fondi (g.p.f.) ha inciso nell'esercizio 2007 sul conto economico come segue:

Proventi finanziari

	2007	2006
Interessi	15.939.998	13.109.086
Dividendi	3.230.984	2.025.593
Proventi da negoziazione	33.642.235	19.905.395
Scarti di emissione positivi	767.260	397.919
Riprese di valore da valutazione	252.870	157.125
Differenze attive su cambi	474.808	389.925
<b>Totale</b>	<b>54.308.157</b>	<b>35.985.043</b>

Oneri finanziari

	2007	2006
Perdite da negoziazione	9.522.396	6.179.560
Spese	2.471.540	1.876.753
Scarti di emissione negativi	177.864	107.862
Perdite da valutazione	2.736.126	6.769.529
Imposte	10.174.485	3.033.080
Differenze passive su cambi	223.165	106.146
<b>Totale</b>	<b>25.305.576</b>	<b>18.072.930</b>

Per quanto riguarda gli investimenti diretti, rispetto all'esercizio precedente il portafoglio si è incrementato di circa il 46% ed al 31 dicembre 2007 è pari ad € 3.844.196.962. La quota preponderante, nell'ambito degli investimenti diretti, fa capo ai titoli obbligazionari, per complessivi € 2.589.178.313, che pesano, in questa classe, per il 67% circa.

In particolare, sono stati acquisiti nuovi titoli obbligazionari prevalentemente strutturati, il cui dettaglio verrà esposto in appendice, per un totale di € 610.574.561. I titoli strutturati, offrendo la garanzia del capitale, permettono di diversificare le classi d'investimento investendo in panieri di attività quali i già menzionati hedge fund, così come azioni, commodities e valute, beneficiando, a parità di rischio, di rendimenti maggiori rispetto ai titoli obbligazionari. Tutti i titoli strutturati in portafoglio hanno un rating emittente "investment grade" e non inferiore a quello dello Stato italiano. I titoli vengono, inoltre, selezionati sulla base del rendimento offerto, che deve essere in linea con i rendimenti di mercato, e anche sul contenuto livello dei costi di strutturazione, intermediazione ed emissione.

Il rendimento cedolare complessivo medio prodotto, nel corso del 2007, dal portafoglio obbligazionario relativo agli investimenti diretti è stato del 4,61%. Tale valore comprende, sia i rendimenti relativi alle cedole corrisposte dai titoli in essere a fine anno, sia quelli dei titoli rimborsati nel corso dell'esercizio. La percentuale del 4,61% non tiene, invece, in considerazione il rendimento intrinseco di quei titoli, legati all'andamento di attività sottostanti, i quali corrispondono l'intera performance del sottostante a scadenza, così come di quel-

li che ne corrispondono solo una quota minima nel corso della durata. Per tale ragione, il rendimento cedolare rappresenta in tali casi solo una parte del rendimento effettivo atteso, da misurarsi nell'arco dell'intera vita del titolo.

Di seguito si rappresenta la composizione, per classe e tipologia, del portafoglio obbligazionario facente parte degli investimenti diretti in essere a fine anno, con separata evidenza del rendimento per ogni classe.

## XVI LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

## Portafoglio obbligazionario al 31 dicembre 2007

Tipologia	Valore di Bilancio 2007	Cedola lorda 2007	Rendimento medio lordo ponderato
Credit 9 Titoli con cedole o rimborso a scadenza condizionati al 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).	396.401.139,73	6.350.473,28	2,26%
Floater 3 Titoli che pagano una cedola legata direttamente o inversamente ad un tasso di mercato.	98.098.910,53	6.799.896,30	8,66%
Fixed 6 Titoli che pagano una cedola fissa per tutta la durata, oppure che pagano una cedola prefissata al verificarsi o meno di una certa condizione.	53.486.901,38	3.385.038,79	6,05%
Tassi 5 Titoli con rendimento legato alla struttura e/o alla volatilità dei tassi	111.816.566,25	3.741.504,20	4,48%
Inflazione 1 Titolo con rendimento legato alla variazione di un predeterminato indice dei prezzi.	25.000.000,00	1.378.794,96	5,52%
HFLN 14 "Hedge Fund Linked Notes": Titoli con rendimento legato alla performance di fondi speculativi (hedge funds).	581.034.916,41	15.000.449,65	2,75%
Equity 28 Titoli con rendimento legato alla performance di un paniere di titoli o ad indici azionari.	684.364.181,07	34.106.411,30	5,40%
Misti 16 Titoli che non rientrano in una specifica classe di investimento.	343.975.697,92	12.616.125,15	4,07%
Commodities 4 Titoli con rendimento legato alla variazione dei prezzi di merci o di derivati su merci, o di altri beni diversi da tassi di interesse e di inflazione, indici azionari, ecc.	90.000.000,00	1.787.123,29	2,51%
Valute 2 Titoli con rendimento legato alle variazioni dei tassi di cambio tra diverse valute.	30.000.000,00	1.800.000,00	10,60%
4 HFLN "zero coupon"	100.000.000,00		
1 Equity "zero coupon"	10.000.000,00		
1 Commodities "zero coupon"	30.000.000,00		
1 Credit "zero coupon"	35.000.000,00		
<b>TOTALE</b>	<b>2.589.178.313,29</b>	<b>86.965.816,92</b>	<b>4,14%</b>

Titoli a cedola nulla, con rendimento incorporato nel rimborso a scadenza o anticipato

Il rendimento medio lordo ponderato complessivo dei titoli in essere a fine anno con cedola è del 4,14%.

Per quanto riguarda gli altri investimenti effettuati direttamente dall'Ente, i contratti assicurativi comprendono tre contratti di capitalizzazione di cui due a premio unico ed uno a premio costante in usd, rivalutabili annualmente in base al risultato finanziario delle gestioni degli investimenti sottostanti. Essi sono stati stipulati negli esercizi precedenti rispettivamente con la Compagnia Eurosav (ora Risparmio e Previdenza), con la Compagnia "Persona Life" e con Rasbank. Le altre due polizze presenti in portafoglio al 31.12.2007: AURORA ASSICURAZIONI (€ 13.122.653) e UNIPOL S.p.A. (€ 11.207.187) sono state riscattate nell'esercizio, con un rendimento lordo medio annualizzato del 5,15% e 4,04% rispettivamente. In data 19.2.2008, inoltre, le polizze RISPARI-MIO E PREVIDENZA e PERSONA LIFE sono state anch'esse riscattate e sostituite, per pari importo complessivo, con una unica nuova polizza della Società Cattolica Assicurazioni, capogruppo delle Compagnie emittenti le polizze sostituite, di durata quinquennale, che permette di migliorare il profilo di rendimento atteso.

Fanno parte della classe "o.i.c.v.m." le quote degli ETF LYXOR: S&P MIB Master Unit e DJ Eurostoxx 50 Master Unit per complessivi € 42.306.752 e degli ETF ishares: MSCI North America, FTSE Macquarie Global, FTSE, MSCI Emerging Markets e MSCI Eastern Europe per complessivi € 119.740.059. 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. Vi sono poi nella classe degli "o.i.c.v.m." le quote della sicav Dexia Dinamix Global, per € 40.000.000. Le suddette quote, pari ad € 202.046.811 nel complesso, a fine esercizio registravano un maggior valore di circa l'1,9%, rendimento che potrà essere contabilizzato solo nel momento e nella misura dell'effettivo realizzo.

Gli investimenti in titoli azionari effettuati direttamente dall'Ente sono quelli relativi alla Banca Popolare di Sondrio, per un totale di € 799.350, compresi € 134.600 investiti nel corso del 2007 in occasione di una operazione agevolata per i soci di aumento del capitale. Nel corso del tempo il titolo ha sempre mantenuto un andamento positivo ed ha distribuito dei buoni dividendi. A fine esercizio 2007 il valore di mercato di detta azione risultava di € 1.370.880, circa il 72% in più del costo medio ponderato, sostenuto dall'Ente per il loro acquisto, con cui sono rappresentate in bilancio.

Nell'ambito delle partecipazioni in società e fondi immobiliari, € 58.972.459 sono relativi alle quote totalitarie della società ENPAM REAL ESTATE a socio unico; € 5.002.663 fanno capo ad azioni della società CAMPUS BIOMEDICO S.p.A. acquisite in anni precedenti; € 2.600.000 sono relativi a quote del Fondo Immobiliare Michelangelo anch'esso acquisito in esercizi precedenti ed € 921.148.887 sono relativi alle quote del Fondo comune immobiliare denominato "IPPOCRATE", sottoscritto interamente dall'Enpam nel corso dell'esercizio, in n. 2 emissioni.

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).

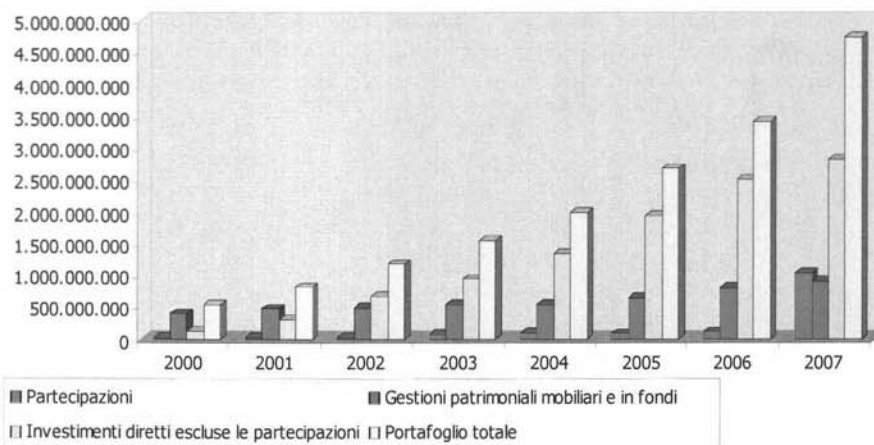
Il fondo comune immobiliare "IPPOCRATE" rientra anch'esso nella categoria dei fondi chiusi e prevede la distribuzione dei proventi realizzati nella gestione risultanti dal rendiconto del fondo medesimo. In data 25.2.2008 è stato approvato il primo rendiconto annuale: nel periodo intercorrente tra la data di inizio di attività del fondo (2.3.2007) ed il 31.12.2007 è maturato un utile complessivo pari ad € 44.606.912 di cui € 21.252.018 rappresenta il provento, al lordo delle imposte del 12,50%, riferito alla gestione corrente del Fondo e recentemente distribuito all'Enpam. Il valore della quota del fondo al 31.12.2007 presenta un incremento del 4,85% rispetto al costo unitario medio iscritto in bilancio della quota sottoscritta dall'Enpam in sede di emissione.

I fondi di private equity per complessivi € 39.492.782, invece, sono 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. I frutti dell'investimento non sono, quindi, 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 2007, dove viene evidenziato il diverso peso assunto nel corso degli anni dalle gestioni patrimoniali, dagli investimenti diretti e dalle partecipazioni.

### Patrimonio investimenti mobiliari dal 2000 al 2007

VALORE DEL PATRIMONIO MOBILIARE IN EURO DAL 2000 AL 2007



I criteri d'investimento relativi agli investimenti mobiliari continuano ad essere impostati secondo il principio della prudenza e sulla base di parametri ben definiti che ne garantiscono il rispetto.

Il 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.

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.

Le linee guida relative alla classificazione in bilancio dei titoli sono state definite negli scorsi esercizi sulla base delle norme contenute nei Principi Contabili e del Codice Civile.

Nel corso dell'esercizio, relativamente ai titoli obbligazionari acquisiti direttamente dall'Ente senza finalità di negoziazione o di investimento a breve della liquidità, la Fondazione ha deliberato di modificare la classificazione in bilancio di tali titoli, precedentemente definita, inserendo gli stessi nella classe delle attività finanziarie immobilizzate, indipendentemente dalla loro durata e dalla presenza o meno di opzioni "call" o "put".

In base ai principi definiti nelle linee guida, sono pertanto 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;
- tutti i titoli di natura obbligazionaria destinati ad essere conservati in portafoglio;

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 sottoscritti a titolo di investimento a breve della liquidità;
- le quote di fondi comuni e sicav, inclusi gli ETF, acquisiti direttamente dall'Ente, che rappresentano strumenti tra i più trasparenti e liquidi nel mercato finanziario.

**Portafoglio investimenti mobiliari**

<b>INVESTIMENTI MOBILIARI IMMOBILIZZATI</b>		<b>INVESTIMENTI MOBILIARI NON IMMOBILIZZATI</b>	
<b>Investimenti diretti</b>		<b>Investimenti diretti</b>	
Titoli obbligazionari	2.534.280.813	Titoli obbligazionari	54.897.500
Azioni	799.350	O.i.c.v.m.	202.046.811
Polizze assicurative	24.955.697	<b>Gestioni patrimoniali mobiliari</b>	
Partecipazioni in fondi di private equity	39.492.782	Gestioni patrim. mobiliari	679.864.355
Partecipazioni in società e fondi immobiliari	987.724.009	Gestioni patrim. in fondi	226.413.150
<b>Totale</b>	<b>3.587.252.651</b>	<b>Totale</b>	<b>1.163.221.816</b>

Totale portafoglio investimenti mobiliari € 4.750.474.467.

L'ottimizzazione della struttura del portafoglio mobiliare viene perseguita dall'Ente con l'ausilio della società di consulenza Mangusta Risk, la quale definisce ed analizza periodicamente 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. Nel corso dell'esercizio è stata definita una nuova "asset allocation strategica" che conferma al 50% il peso del comparto immobiliare e che, considerata la notevole entità raggiunta dal patrimonio complessivo, ha incrementato il peso delle classi azionaria e alternativa con corrispondente riduzione della componente obbligazionaria. La nuova asset allocation strategica consente un miglioramento del profilo di rischio - rendimento del portafoglio, con uno sviluppo del rendimento atteso a fronte di un limitato incremento del livello di volatilità, sempre nel rispetto delle esigenze dell'Ente legate al perseguimento dei fini istituzionali.

Al 31 dicembre 2007 l'Asset Allocation Tattica mostra una buona convergenza verso l'Asset Allocation Strategica, in particolare si rileva un buon incremento della classe azionaria, il cui sottopeso è stato, nel corso del tempo, quasi del tutto colmato.

Inoltre, l'efficienza del patrimonio totale risulta migliorata, essendo cresciuto il rendimento atteso a fronte di una sostanziale stabilità nel livello di rischiosità attesa.

In particolare, l'Asset Allocation Tattica presenta un livello di volatilità attesa del 5,80 % ed un rendimento atteso lordo del 6,56 %; assumendo la struttura dell'Asset Allocation Strategica il portafoglio presenterebbe un livello di volatilità del 7,79% a fronte di un rendimento atteso lordo del 7,40%.

Di seguito si espongono l'Asset Allocation Strategica e Tattica del portafoglio mobiliare al 31 dicembre 2007.



<b>CLASSE</b>	<b>ASSET ALLOCATION TATTICA</b>	<b>ASSET ALLOCATION STRATEGICA</b>
<b>MONETARIA</b>	<b>8,88%</b>	<b>4,00%</b>
<b>OBBLIGAZIONARIA</b>	<b>56,88%</b>	<b>42,00%</b>
Titoli di Stato area Euro	11,28%	7,00%
Titoli societari area Euro	40,92%	25,00%
Titoli di Stato mondo (ex Euro)	1,24%	2,50%
Titoli societari area USA	1,89%	3,50%
High Yield	1,55%	4,00%
<b>INFLAZIONE</b>	<b>3,51%</b>	<b>5,00%</b>
<b>AZIONARIA</b>	<b>18,75%</b>	<b>30,00%</b>
Euro	9,48%	12,00%
USA	4,15%	9,00%
Pacifico	2,02%	4,00%
Mercati emergenti	3,11%	5,00%
<b>ALTERNATIVI</b>	<b>11,97%</b>	<b>19,00%</b>

Le attività finanziarie totali (comprehensive delle partecipazioni in società e fondi immobiliari, dei contratti di pronti contro termine, delle liquidità e dei mutui e prestiti erogati) ammontano ad € 5.596.146.896.

I valori medi di tali attività hanno prodotto una redditività lorda pari al 4,56%, al netto degli oneri di gestione pari al 4,49% ed al netto anche delle imposte del 3,93%.

## XVI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Durante l'esercizio l'Ente ha impiegato la liquidità anche in operazioni di "pronti contro termine". Gli impieghi a breve termine risultano ancora presenti alla fine dell'esercizio per circa 300 milioni di euro con scadenze nel mese di Gennaio e Febbraio 2008. Le operazioni di pronti contro termine hanno fruttato interessi netti di competenza dell'esercizio 2007 per € 5.910.790 con un rendimento medio netto del 3,60%, come emerge dal seguente prospetto:

N°	BANCA	VALUTA	IMPORTO VERSATO	VALUTA RIENTRO	IMPORTO RESTITUITO	REND.	INTERESSI
1	Bancapulia	06/12/2006	74.999.161,32	06/02/2007	75.446.042,43	3,46	266.687,12
2	B.Sammarinese	06/12/2006	100.000.000,00	06/02/2007	100.587.277,78	3,41	350.472,23
3	B.Sammarinese	06/12/2006	25.000.000,00	06/02/2007	25.145.527,78	3,38	86.847,23
4	B.Sammarinese	21/12/2006	50.000.000,00	21/02/2007	50.295.361,11	3,43	247.722,23
5	B.Sammarinese	21/12/2006	50.000.000,00	21/02/2007	50.291.055,55	3,38	244.111,11
6	B.Sammarinese	21/12/2006	25.000.000,00	21/02/2007	25.142.083,33	3,30	119.166,67
7	Bancapulia	21/12/2006	24.999.645,92	21/02/2007	25.142.171,57	3,31	119.537,65
8	B.Pop.Sondrio	21/12/2006	49.999.508,18	21/02/2007	50.283.671,49	3,30	238.330,52
9	B.Sammarinese	08/02/2007	50.000.000,00	10/04/2007	50.294.833,33	3,48	294.833,33
10	B.Sammarinese	08/02/2007	75.000.000,00	10/04/2007	75.437.166,66	3,44	437.166,66
11	B.Sammarinese	08/02/2007	75.000.000,00	10/04/2007	75.432.083,33	3,40	432.083,33
12	B.Sammarinese	18/04/2007	100.000.000,00	18/06/2007	100.608.305,55	3,59	608.305,55
13	B.Sammarinese	18/04/2007	70.000.000,00	18/06/2007	70.419.883,33	3,54	419.883,33
14	B.Sammarinese	17/05/2007	50.000.000,00	16/07/2007	50.308.333,33	3,70	308.333,33
15	B.Sammarinese	17/05/2007	50.000.000,00	16/07/2007	50.305.000,00	3,66	305.000,00
16	Bancapulia	17/05/2007	39.999.345,69	16/07/2007	40.243.343,54	3,66	243.997,85
17	B.Sammarinese	22/06/2007	90.000.000,00	23/07/2007	90.296.825,00	3,83	296.825,00
18	B.Sammarinese	22/06/2007	60.000.000,00	23/07/2007	60.195.816,67	3,79	195.816,67
19	B.Sammarinese	30/11/2007	125.000.000,00	30/01/2008	125.938.298,61	4,43	476.840,28
20	B.Sammarinese	21/12/2007	100.000.000,00	21/02/2008	100.776.722,22	4,51	125.277,78
21	B.Sammarinese	21/12/2007	50.000.000,00	21/02/2008	50.384.055,55	4,46	61.944,44
22	Bancapulia	21/12/2007	24.999.444,68	21/02/2008	25.195.354,27	4,55	31.607,69
<b>Totale anno 2007</b>			<b>1.359.997.105,79</b>		<b>1.368.169.212,43</b>		<b>5.910.790,00</b>

Tra gli investimenti mobiliari compaiono le partecipazioni in enti diversi: trattasi, come detto in precedenza, di quote di n. 5 fondi mobiliari chiusi di "private equity" (European small caps, Absolute, Quadrivio, Interbanca Investimenti sud, Dgpa capital), iscritti in bilancio per complessivi € 39.492.782 pari agli impegni di sottoscrizione assunti dall'Ente che vengono erogati man mano che le attività di investimento dei fondi vengono avviate e secondo gli importi all'uopo necessari. Tali fondi si propongono di accompagnare la crescita e la valorizzazione di aziende con elevate prospettive di sviluppo, e per loro natura potranno produrre rendimenti in termini di plusvalore solo alla fine del periodo della loro durata, fissata in un arco di tempo tra i 5 e gli 8 anni, o in caso di anticipata realizzazione degli asset in cui investono. Durante il 2007 sono intervenute alcune realizzazioni degli investimenti dei fondi, che hanno comportato riscatti di quote di partecipazione pari ad € 3.066.564 per il Fondo

European small caps e ad € 3.579.624 per il Fondo Absolute. Le partecipazioni dell'Ente costituiscono una piccola parte degli investimenti mobiliari e vengono acquisite anche nell'ottica di operare la più ampia diversificazione degli asset patrimoniali.

Una significativa partecipazione totalitaria è invece quella relativa alla Società Enpam Real Estate s.r.l a socio unico, costituita in data 17 gennaio 2003 con un capitale sociale di 64 milioni di euro. La Società è ora iscritta in bilancio per l'importo di € 58.972.459 corrispondente al suo patrimonio netto al 31 dicembre 2007.

Come è noto, la società è stata costituita essenzialmente allo scopo di avviare il progetto di riqualificazione e ottimizzazione del reddito del comparto alberghiero, ed alla stessa è stato concesso l'usufrutto di alcuni fra i più importanti complessi alberghieri dell'Ente, con contratti aventi validità di 13 anni e, quindi, con scadenza al 31.12.2015.

I cespiti trasferiti in capo alla Società con il primo atto di usufrutto sono costituiti dal Tanka Village in Villasimius (CA); Quark, Executive, De Angeli in Milano; Ripamonti Hotel e Ripamonti Residence in Pieve Emanuele (MI), il Jolly Hotel - Milano Due in Segrate, l'Hotel Genova, l'Hotel delle Nazioni e l'Hotel Villa Pamphili in Roma; per tali immobili fu stabilito un canone concessorio, per l'intero periodo, in complessivi € 3.991.000 da corrispondere in rate costanti annuali di € 307.000 rivalutabili per Istat.

In data 14/3/2007, in forza di delibera n. 4/2007 del Consiglio di Amministrazione della Fondazione, è stato costituito, a favore della suddetta società un usufrutto novennale, con scadenza al 31.12.2015 sui seguenti immobili: porzione dell'Hotel delle Nazioni; Una Hotel in Milano; Hotel Magnolia in Abano Terme (PD); Hotel des Bains in Montegrotto Terme (PD); edificio in Roma sito in Piazzale Appio 7 (locato a COIN).

Per questi ultimi immobili il canone concessorio determinato è pari a complessivi €. 1.300.000.

La Società è pienamente operante e ha ormai ultimato i programmi previsti, secondo i piani di riqualificazione, rinnovo o modificazione contrattuale approvati dal Consiglio di Amministrazione. L'Ente ha deliberato di concedere alla società Enpam Real Estate S.r.l. finanziamenti per complessivi € 225.000.000 ed ha erogato a favore della stessa € 180.000.000, produttivi di interessi attivi in ragione del tasso del 2% annuo, interessi che per l'anno 2007 ammontano ad € 3.600.000 al lordo di imposta.

### **Attività e gestione del patrimonio immobiliare**

Con riferimento al patrimonio immobiliare da reddito, nel corso del 2007, si è definita la vendita di diversi immobili attraverso quello che comunemente viene definito "spin-off" immobiliare.

Per il portafoglio commerciale l'advisor ha proceduto anche nel corso del 2007 con una seconda operazione di spin off, con caratteristiche e secondo procedure già seguite per quello precedente; è stata adottata una procedura di tipo competitivo finalizzata ad ottenere il valore di cessione più elevato possibile.

In data 7 agosto 2007 la Fondazione ENPAM, giusta delibera n.37/2007 del Consiglio di Amministrazione, ha sottoscritto con la società Alimede Luxembourg S.a.r.l. del gruppo Pirelli e con Pirelli & C. Real Estate Opportunities S.G.R. S.p.A., società che gestisce un fondo comune di investi-

mento immobiliare di tipo chiuso, un contratto preliminare di cessione di quote future che prevede il trasferimento della proprietà del pacchetto di immobili ad uso commerciale al predetto fondo, per un importo complessivo pari ad € 305.163.000, importo considerato dall'advisor il massimo obiettivo raggiungibile, in considerazione della situazione del mercato immobiliare e delle caratteristiche del portafoglio oggetto della procedura.

In data 19 dicembre 2007 si è proceduto alla sottoscrizione dell'atto di apporto al Fondo "Social & Public Initiatives - Fondo comune di investimento immobiliare speculativo di tipo chiuso" gestito dalla società Pirelli & C. Real Estate Società di Gestione del Risparmio S.p.a. degli immobili di seguito elencati:

DESTINAZ.	CITTA'	IMMOBILE
UFF.	Buccinasco	Via Friuli
UFF.	Firenze	Via Senese
UFF.	Latina	Via dei Romagnoli
UFF.	Milano	Via Medici del Vascello 40
UFF.	Milano	Via Medici del Vascello 14
UFF.	Napoli	Via Isola Porzio
UFF.	Opera	Torre E1
UFF.	Opera	Torre E2
UFF.	Latina	Corso della Repubblica
UFF.	Roma	Via Viscogliosi
UFF.	Bergamo	Via Grumello
COMM.	Opera	Centro Commerciale
COMM.	Sesto Fiorentino	Via Tevere 80
COMM.	Sesto Fiorentino	Via Tevere 92
COMM.	Castellanza	Via Cadorna
COMM.	Crema	Via Repubblica
COMM.	Firenze	Via Gioberti
COMM.	Melegnano	Centro Commerciale Montorfano
COMM.	Pisa	Corso d'Italia
COMM.	Roma	Via Fattiboni
COMM.	Lacchiarella	Il Girasole
HOT.	Arcidosso	Hotel Residence Toscana
TERRENO	Cusago	Viale Europa

Il controvalore in denaro di questo apporto è stato pari ad € 182.185.769.

Alla data del 19/12/2007 non è stato possibile apportare alcuni immobili e precisamente:

- Milano Galleria Manzoni e Novara Via San Francesco d'Assisi per i quali l'efficacia dell'apporto è sospensivamente condizionata al mancato esercizio di prelazione di cui al D.Lgs. 42/2004 relativo al vincolo insistente sugli immobili medesimi (si evidenzia che in data 31/1/2008 è stata iscritta l'ipoteca su detti immobili ed in data 8 febbraio 2008 è stato effettuato l'apporto degli stessi per un valore rispettivamente di € 65.000.000 ed € 3.000.000);
- Firenze Villa dell'Ombrellino, la cui alienazione è ancora condizionata al pare-

re della Sovraintendenza per i beni ambientali ed architettonici di Firenze (valore dell'apporto € 25.000.000);

- Ischia Lacco Ameno, complesso alberghiero, per il quale il conduttore ha esercitato il diritto di prelazione e sono in corso con lo stesso la definizione degli oneri da sostenere per l'ottenimento del certificato di abitabilità (valore € 18.000.000).

Per gli immobili commerciali, la plusvalenza teorica è stata stimata in € 58.000.000 (con esclusione dell'immobile sito in Ischia oggetto di svalutazione e accantonamento al fondo rischi, e del terreno sito in Cusago già rivalutato nel 2004).

Tuttavia, le difficoltà insorte con le Sovraintendenze per i beni culturali hanno - come detto - causato lo spostamento al 2008 dei rogiti relativi a Novara, Milano-Manzoni e Firenze Villa dell'Ombrellino.

In considerazione di quanto sopra, il parziale incasso dell'importo di € 182.185.769 rispetto ai valori di bilancio degli immobili ha determinato una minusvalenza di € 7.649.650 ed una plusvalenza derivante dalla rivalutazione del terreno in Cusago di € 4.000.000.

In data 4 dicembre 2007 si è proceduto alla vendita dell'immobile in Opera (MI), denominato Key Hotel, in favore del conduttore. La vendita è avvenuta al prezzo di € 5.477.231 determinando una plusvalenza di € 4.256.864.

In data 21 dicembre 2007 è stato perfezionato l'atto di vendita a favore del conduttore Gondrand dell'immobile in Torino, Via Cigna, per un corrispettivo di € 6.500.000 con conseguente plusvalenza di € 2.780.742.

Negli ultimi mesi del 2007 e nelle prime settimane del 2008 si sono concluse le attività di dismissione relative solo ad alcuni immobili raggiungendo accordi sia con i conduttori, sia con i terzi proponenti l'acquisto per la tutela delle "fasce deboli" e dei nuclei familiari composti da soli ultrasessantacinquenni.

Nell'ultimo trimestre dell'anno 2007 sono stati stipulati gli atti definitivi di compravendita del complesso in Latina, Corso della Repubblica/Via Carlo Alberto per un valore totale di € 3.749.209, rilevando una plusvalenza di € 2.523.859.

In data 10/01/2008, presso la sede dell'Enpam, è stata trasferita un'unità immobiliare per un incasso di € 97.342. Residuano 2 unità immobiliari: l'advisor provvederà ad individuare i soggetti legittimati all'acquisto entro il termine ultimo del 30/6/2008; sono state trasferite 116 unità immobiliari relative al complesso in Collegno (TO) per complessivi € 14.750.734, rilevando una plusvalenza di € 5.115.678. Le restanti 4 unità sono state cedute in data 6 febbraio 2008 per complessivi € 388.084; si è proceduto alla vendita di 90 unità immobiliari in Padova direttamente ai conduttori, a seguito dell'esercizio del diritto di prelazione e, delle unità rimaste non optate dai conduttori, alla Società Simoni Immobiliare S.r.l., nominata dalla promissaria acquirente Cordifin S.p.a. Il valore complessivo della vendita è stato di € 32.500.000, rilevando una plusvalenza di € 6.785.259.

Infine, è in fase di perfezionamento la cessione dell'immobile in Firenze Via Dante da Castiglione per il quale è stata già incassata una caparra dalla Cooperativa Dante da Castiglione pari ad € 2.820.000. La stipula dell'atto definitivo di compravendita potrà comportare, salvo imprevisti, un valore di vendita pari ad € 28.200.000.

Come programmato e descritto già nel precedente esercizio, l'Ente ha ritenuto di avvalersi dello strumento del fondo immobiliare, che ha tra i suoi principali vantaggi la caratteristica di subire una minore pressione fiscale (aliquota attualmente al 12,50%) e che consente il rinvio della tassazione al momento di distribuzione dei dividendi o al rimborso finale delle quote.

Con delibere del 21/7/2006 e 24/11/2006, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di acquistare la totalità delle quote del costituendo Fondo Immobiliare chiuso ad apporto denominato "IPPOCRATE", divenuto proprietario di tre prestigiosi complessi immobiliari ubicati rispettivamente in Roma, Piazzale Mattei 1, in Roma, Piazza Kennedy 20 ed in Milano, via Filzi 25/A, il tutto al prezzo di € 362.000.000. Gli immobili, apportati al Fondo, appartenevano a società del gruppo Whitehall (Godman Sachs).

Il regolamento del Fondo è stato approvato dalla Banca d'Italia medesima; le 724 quote del valore di € 500.000 ciascuna, sono state integralmente sottoscritte ed acquisite dalla Fondazione Enpam in data 2/3/2007.

Successivamente, la SGR ha avviato attività finalizzate all'ampliamento del patrimonio del Fondo, prevedendo l'acquisizione di altri cinque prestigiosi immobili da apportare al fondo stesso. Le opportunità individuate hanno riguardato 4 immobili siti in S. Donato Milanese (Piazza Boldrini 1, Via S. Salvo 1, Via Maritano 26, Piazza Vanoni 1) appartenenti ad Asio S.r.l.; altro immobile è stato individuato in Roma, Piazzale dell'Industria 24/26, di proprietà del Fondo Tikal RE Fund, gestito da SAI Investimenti S. G. R. S.P.A.

All'esito della "due diligence", esperita dai consulenti incaricati (Studio Legale Freshfields Bruckhaus Deringer, CIDS S.p.A., Golden Associates S.r.l.) il Consiglio di Amministrazione della Fondazione ENPAM, nella seduta del 28/6/2007, ha deliberato la sottoscrizione della totalità delle quote di nuova emissione del Fondo Ippocrate, conseguenti alle acquisizioni degli immobili sopra indicati, impegnandosi entro il limite dell'ammontare di 570,74 milioni di euro.

Successivamente l'operazione si è perfezionata con il versamento della somma di €. 558.818.889 a titolo di richiamo degli impegni assunti con la sottoscrizione di 1.054 nuove quote, ciascuna del valore di €. 530.188,697 e con liberazione da ogni ulteriore obbligo di versamento.

Attualmente il valore del Fondo è pari ad € 920.818.887 suddiviso in n. 1778 quote totalmente detenute dalla Fondazione.

Il Fondo IPPOCRATE è gestito dalla First Atlantic Real Estate Società di Gestione del Risparmio S.p.A., ritualmente iscritta all'Albo delle SGR tenuto dalla Banca d'Italia.

Tale società provvede a tutte le attività di gestione ed ha trasmesso il rendiconto di gestione al 31/12/2007.

E' intanto proseguita durante l'esercizio, secondo le tempistiche previste, la costruzione della nuova Sede della Fondazione Enpam in Piazza Vittorio in Roma.

La nuova sede avrà uno sviluppo fuori terra di circa 16.000 mq e consentirà di riunire tutte le funzioni tecniche ed amministrative della Fondazione in un unico stabile.

L'acquisto, si ricorda, è stato concordato per 140.000.000 di Euro + IVA ed avverrà "chiavi in mano" e comprensivo di tutti gli arredi. Il prezzo di vendita viene corrisposto a stati di avanzamento lavori, ed anche mediante permuta di immobili già individuati compresi nell'elenco stabilito dalla Fondazione. Ciò ha consentito un iniziale trasferimento della proprietà degli immobili della Fondazione siti in Roma via Val di Cogne 12 (ad uso residenziale), via Montecarotto / Casal Tidei 99 (ad uso uffici) nonché dei terreni siti in via Newton a Roma ed in Acilia (RM) località Valle Porcina (tutti beni immobili già inseriti nell'elenco dei beni da dismettere), già in sede di stipula del contratto di compravendita di cosa futura nel maggio 2005. L'elenco degli immobili da cedere in conto prezzo, fino alla concorrenza complessiva di € 45 milioni, com-

prende anche quelli siti in Roma via Pollenza 6/16 (uffici), il cui passaggio di proprietà si è perfezionato in data 15/3/2007 al prezzo pattuito di € 5.700.000, via Greppi 85 (magazzino), e via Crescenzo del Monte 26 (residenziale), il cui termine ultimo per il trasferimento è stato fissato al 31/12/2008 .

I lavori continuano ma sono condizionati da alcuni ritrovamenti archeologici, a seguito dei quali si dovrà procedere a scavo controllato, secondo le indicazioni e le prescrizioni della Soprintendenza Archeologica,

L'Alta Sorveglianza sta effettuando una valutazione degli impatti temporali generati dai suddetti ritrovamenti nonché alla verifica delle pattuizioni contrattuali.

La Società New Esquilino, a garanzia delle obbligazioni assunte, ha costituito ipoteca volontaria sul bene immobile oggetto del contratto e in data 19/02/2008 ha elevato la somma garantita ad € 110.000.000.

In materia di gestione patrimoniale, si è aggiudicato nel 2006, a seguito di procedura competitiva al raggruppamento temporaneo di imprese costituito da Confor Age s.r.l., Auselda AED Group S.p.A. e Descor S.r.l., lo sviluppo e l'implementazione del nuovo software dedicato per la gestione amministrativa e contabile del Patrimonio immobiliare, compatibile con il programma di contabilità generale già in uso al Servizio Contabilità e Bilancio a partire dal 1° gennaio 2008, che sarà comunque ulteriormente perfezionato.

I relativi costi sono riferibili ad attività di ricerca e sviluppo volte, in particolare, a migliorare l'efficienza della struttura informatica ed organizzativa del Dipartimento del Patrimonio Immobiliare e di altri Servizi della Fondazione.

Tali costi sono appostati all'attivo nella voce delle immobilizzazioni immateriali.

Le attività di esame e studio delle procedure amministrative interne, da parte del RTI, sono proseguite nel corso del 2007 con notevole impegno di tutto il personale del Dipartimento del Patrimonio, d'intesa con i migliori gestori fiduciari della Fondazione, per collaborare allo sviluppo di un programma fondamentale per la corretta gestione ed amministrazione del patrimonio immobiliare, programma che potrà determinare la possibilità di controlli e verifiche sempre più attente ed in tempo reale.

Per migliorare la gestione del portafoglio immobiliare ed in vista della prossima naturale scadenza di un numero rilevante di contratti ad uso abitativo in Roma, si sono confrontati i canoni di locazione attualmente praticati dalla Fondazione con alcuni valori di riferimento oggettivi (Osservatorio Immobiliare Agenzia del Territorio), al fine di ottenere indicazioni utili per la rinegoziazione dei contratti e l'aggiornamento dei canoni.

Il Comitato Esecutivo, nella seduta del 25/1/2007, ha dato mandato al Presidente, conferendo al medesimo tutti i poteri per procedere ad incontri con i sindacati inquilini per addivenire ad una condivisa soluzione dei rinnovi contrattuali avendo come riferimento le indicazioni di mercato; sono stati disposti ulteriori approfondimenti in ordine alle dinamiche proprie del mercato immobiliare, con particolare riferimento alla Città di Roma, ed avviati concretamente gli incontri con i sindacati dei conduttori per giungere ad un accordo per la stipula di contratti a canoni c.d. concordati ex art. 2 comma III della legge n. 431/1998.

Al termine di numerosi incontri e partendo ciascuno da proprie posizioni più radicali, si è arrivati ad un accordo che le assemblee degli inquilini (per le OO.SS.) e il Comitato Esecutivo (per l'Enpam) nella seduta del 21/02/2008 hanno approvato.

L'accordo si compone di due parti:

- accordo valevole per l'intero territorio nazionale, che emana disposizioni di carattere generale per il rinnovo dei contratti di locazione ex patti in deroga;
- accordo territoriale per il Comune di Roma che, recependo l'accordo nazionale, definisce per le diverse zone della città i canoni di locazione da utilizzare nel rinnovo dei contratti.

L'accordo riguarda, verosimilmente, l'85% del 4.503 alloggi di proprietà dell'Ente in Roma e quindi, circa 3.800 contratti di locazione che si prevede scadano entro il 2010; i rimanenti contratti hanno scadenza dopo il 2010 e sono, generalmente, stipulati a canone libero.

Attualmente, per i contratti interessati al rinnovo, l'Enpam percepisce un canone medio pari a 52,45 €/mq annuo per superficie convenzionale che si confronta con un canone medio pari a 80,05 €/mq relativo ai contratti non oggetto dell'accordo (canoni in scadenza oltre il 2010).

La negoziazione con i sindacati ha individuato un canone medio "pieno" pari a 80,20 €/mq che si riduce a 68,17 in caso di applicazione della riduzione del 15% a favore dei conduttori il cui reddito annuo lordo da lavoro dipendente o assimilato complessivo del nucleo familiare non superi € 42.000.

In termini assoluti si prevede un incremento annuale dei canoni pari a circa 7 milioni di euro, al netto degli incrementi Istat.

E' altresì opportuno evidenziare i benefici fiscali che il rinnovo dei contratti a canoni concordati porterà alla Fondazione; infatti il risparmio complessivo fiscale che si ha nell'adottare i canoni di locazione stabiliti in forza degli accordi territoriali e delle trattative con i sindacati inquilini è dato dalla somma di tre componenti: riduzione imposte dirette, riduzione imposta di registro e riduzione dell'ICI.

Le risultanze della gestione del patrimonio immobiliare hanno confermato, anche per l'esercizio 2007, in un periodo di scarsa crescita economica, il progressivo incremento dei canoni di locazione che hanno reso, al netto dei minori canoni conseguenti alle cessioni immobiliari avvenute nel 2007, complessivi € 116.801.175.

In valore assoluto, l'aumento dei canoni di locazione è stato pari ad € 641.910.

In relazione alla destinazione degli immobili, il reddito per canoni di locazione è distribuito come appresso:

- immobili prevalentemente abitativi € 47.822.605, pari al 40,95%;
- immobili per uffici € 57.613.190 pari al 49,33%;
- immobili ad uso commerciale € 8.203.904, pari al 7,02%;
- complessi alberghieri € 3.161.476, pari al 2,70%.

Nel prospetto che segue sono elencati gli immobili che, dal raffronto con le risultanze dell'esercizio precedente, hanno registrato, a fine 2007, incrementi di canoni superiori a 10 punti percentuali, in conseguenza di nuove locazioni e/o rinnovi contrattuali a canone rinegoziato più elevato rispetto a quello precedente.