

LA GESTIONE ISTITUZIONALE

La pensione anticipata decorre dal primo giorno del mese successivo a quello di presentazione della domanda ed è calcolata con riferimento alla data di presentazione della domanda stessa.

Art. 16, commi 1 Reg. - innalzamento a 67 anni dell'età necessaria per chiedere la rendita contributiva per effetto dell'innalzamento dei requisiti pensionistici nonché posticipazione, al 2024, della decorrenza dell'istituto anche per quanto riguarda la rendita contributiva indiretta (art. 23, comma 3).

Art. 25, comma 3, Reg. - riduzione della quota di pensione spettante al coniuge superstite nella misura del 10% per ogni anno di matrimonio mancante rispetto a dieci nel caso in cui l'iscritto abbia contratto matrimonio dopo il compimento del 70° anno e la differenza di età tra i coniugi sia superiore a venti anni analogamente a quanto previsto dall'AGO.

Art. 27 Reg. - innalzamento a 72 anni del requisito di età minima per richiedere il supplemento al fine di conservare la durata minima di questo istituto in 5 anni.

Art. 29 Reg. - rideterminazione della perequazione automatica delle pensioni. In particolare per il biennio 2012-2013 la perequazione dei trattamenti verrà concessa nella misura derivante dal recepimento del sistema di calcolo previsto dall'art. 24, comma 25, D.L. 6 dicembre 2011, n. 201. Per il successivo triennio 2014 - 2016 la perequazione è concessa in proporzione all'indice annuo dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati calcolato dall'ISTAT diminuito di due punti percentuali.

Art. 29 bis Reg. - applicazione del contributo di solidarietà previsto dall'art. 24, comma 24, D.L. 6 dicembre 2011, n. 201, pari all'1% delle prestazioni degli anni 2012 e 2013.

Art. 32, comma 2 Reg. - introduzione di un tetto di spesa vincolante per le prestazioni integrative e assistenziali destinate alla categoria, pari alla somma effettivamente impiegata nell'esercizio 2011 oltre rivalutazione al tasso d'inflazione programmato, da calcolarsi al netto delle diverse e distinte attività assistenziali che la Fondazione finanzia attraverso la gestione del FIRR (Fondo Indennità Risoluzione Rapporto).

Tale somma, che viene assunta come tetto di spesa per il triennio 2013-2015, risulta pari a € 21.054.811. Entro la fine del triennio il Consiglio di Amministrazione potrà valutare se e in che misura modificare il tetto di spesa, in più o in meno, ma con l'onere di dimostrare in ogni caso la compatibilità del nuovo tetto con le previsioni di sostenibilità di lungo periodo della gestione finanziaria.

Le disponibilità residue dopo l'attuazione dei suddetti programmi saranno destinate al ramo previdenza a titolo di solidarietà.

Oltre alle misure previste nel Regolamento della Attività Istituzionali, la Fondazione ha anche previsto la riduzione dei costi di gestione attraverso la riduzione dei compensi del Presidente e del Cda, nonché delle spese per il personale.

Di seguito i dati del bilancio tecnico 2011, confrontato con il consuntivo 2012. Il confronto è riportato sia con il bilancio tecnico previgente le modifiche regolamentari introdotte nel 2012, sia con quello post modifiche. Si evidenzia che è stato redatto un bilancio tecnico specifico per la Fondazione, più prudentiale rispetto al bilancio tecnico ministeriale poiché, in relazione all'incremento annuo delle provvigioni, utilizza un dato più conforme alla realtà della Fondazione.

Fonte	anno	patrimonio	Entrate contributive	pensioni correnti	Ramo assistenza	riserva legale / patrimonio
Bilancio tecnico 2011 previgente	2012	4.447.124,00	788.153,00	864.780,00	31.190,00	0,97
Bilancio tecnico 2011 post modifiche	2012	4.464.561,00	796.844,00	856.118,00	47.012,00	0,96
Bilancio consuntivo	2012	4.248.117,54	802.432,62	856.313,91	45.655,15	1,01

Il rapporto riserva patrimonio si attesta su valori prossimi all'unità⁵ ; ciò significa che il patrimonio della

⁵ L'indicatore deve essere minore o uguale ad uno, ovvero la riserva legale, che rappresenta gli impegni futuri della Fondazione nei confronti dei pensionati, deve essere finanziata da un patrimonio che risulti essere maggiore ovvero uguale alla riserva stessa.

RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2012

Fondazione è sufficiente per far fronte agli impegni previdenziali futuri. Il bilancio tecnico evidenzia come, per effetto della riforma e delle vendite immobiliari, tale rapporto è destinato a scendere sotto l'unità, fino a raggiungere in media valori prossimi allo 0,70.

I dati relativi alla gestione previdenziale ed assistenziale sono in sostanza allineati. Le differenze sui valori del patrimonio scaturiscono:

- dall'effetto che hanno sullo stesso le stime di accantonamenti, ammortamenti e svalutazioni, operate in applicazione dei principi contabili. Infatti, abbattendo il risultato d'esercizio, diminuiscono direttamente il valore del patrimonio;
- dal fatto che i dati del bilancio tecnico tengono conto dei dati di patrimonio previsti a budget 2012. Il patrimonio stimato era maggiore per effetto della previsione di maggiori plusvalenze rivenienti dalle vendite immobiliari, di fatto più basse per effetto della stretta sul mercato creditizio e del conseguente rallentamento del processo di dismissione.

La remunerazione del ramo FIRR

Il fondo contributi F.I.R.R. accoglie la quota capitale dell'indennità di risoluzione rapporto da riconoscere agli agenti e rappresentanti al termine della loro attività. Detto fondo, come illustrato anche nella nota integrativa, è alimentato dalle somme versate annualmente alla Fondazione dalle ditte preponenti, per contributi a loro carico ed a favore degli iscritti, calcolati sulle provvigioni ai medesimi erogate nell'esercizio precedente e si decrementa a fronte degli importi liquidati nell'esercizio ad agenti e rappresentanti che hanno cessato l'attività.

Nell'ambito della gestione del FIRR, il 20 dicembre 2007 è stata sottoscritta la Convenzione per la gestione del trattamento di fine rapporto degli agenti.

A partire dalla gestione FIRR dell'anno 2007 è stato riconosciuto al ramo lo stesso rendimento realizzato sul patrimonio complessivo investito della Fondazione, decurtato del costo della polizza assicurativa agenti gravante sulla gestione FIRR. L'elemento innovativo è che viene meno la quota fissa del 4% prevista nella precedente Convenzione che era totalmente a carico della Previdenza riducendo la stabilità di lungo periodo. La polizza assicurativa oltre a coprire le garanzie previste negli accordi economici collettivi, a carico degli agenti (garanzia in caso di morte per infortunio, in caso di invalidità permanente per infortunio, per coloro che hanno un'età non superiore a 75 anni e con almeno 5 anni di anzianità contributiva previdenziale), prevede altresì, la garanzia in caso di morte per infortunio e in caso di invalidità permanente per infortunio, oltre ad una diaria da ricovero e/o degenza a seguito di infortunio o malattia, per tutti gli agenti di commercio, finanziata con il ramo assistenza.

Si riporta di seguito il tasso di rendimento FIRR per l'anno 2012:

FIRR tasso di rendimento 2012	
CONSUNTIVO 2012	IMPORTI
Fondo FIRR medio 2012	1.864.218.994
Risultato ramo FIRR bilancio 2012	566.852
Costo polizza esercizio 2012 a carico degli agenti	4.449.900
Utile FIRR netto polizza	-3.883.048
Utile lordo	0,03%
Polizza	0,24%
Remunerazione FIRR 2012	-0,21%

Il risultato dell'esercizio 2012, seppur positivo, risente della forte diminuzione dei saldi economici del patrimonio mobiliare ed immobiliare precedentemente illustrati. Il rendimento complessivo del patrimonio della Fondazione passa dall'1,06% del 2011 allo 0,43% del 2012. Il decremento, registrato a livello generale su tutto il patrimonio, si riflette anche sull'utile da riconoscere al ramo FIRR. In particolare la diminuzione è riconducibile all'incremento dell'onere IMU, più che raddoppiato rispetto al 2011, ma risente altresì di eventi eccezionali (questione legata alla cessione del credito ad Elliott, illustrata nei paragrafi successivi e svalutazioni di morosità e titoli) che non si ripeteranno il prossimo esercizio, permettendo il ripristino di un utile FIRR in grado di finanziare il costo della polizza.

La gestione degli asset della Fondazione

PAGINA BIANCA

LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE



Il patrimonio mobiliare

Nel settore degli investimenti mobiliari è stata lanciata una generale reimpostazione con l'obiettivo di incrementare ulteriormente la professionalità e la trasparenza della gestione degli investimenti. Il processo di cambiamento è stato condotto attraverso l'inserimento di ruoli e figure di garanzia, con l'obiettivo di incrementare sicurezza, esatta valutazione dei rischi, validità in termini di prudenza e profittabilità.

La storia degli asset mobiliari della Fondazione nasce negli anni 2001-2004 quando furono effettuati una serie di investimenti in prodotti strutturati che, dopo la crisi finanziaria partita nel 2008, oggi non sono in linea con le esigenze delle Casse previdenziali. All'epoca, invece, erano consigliati da tutti gli istituti bancari, tanto che furono acquistati da molte delle più importanti Casse Privatizzate e Pubbliche Amministrazioni. Dopo il periodo di commissariamento si sono quindi succedute importanti decisioni e misure al fine di gestire al meglio il patrimonio finanziario della Fondazione. Si è cercato da un lato, di ridurre il peso dei titoli strutturati in portafoglio, eliminando i prodotti con rischi subprime che, se rimasti, avrebbero potuto generare ingenti perdite, dall'altro di creare regole e procedure in grado di rendere più trasparente il processo di gestione degli investimenti.

Parallelamente è maturata a livello legislativo e governativo la consapevolezza che occorre fornire alle Casse previdenziali direttive chiare e concretamente applicabili per una maggiore sicurezza dei loro investimenti, insieme a controlli più stretti ed efficaci. Per effetto di tale maturazione collettiva il legislatore ha emanato alcuni strumenti, tra i quali il decreto legge 6 luglio 2011, n. 98 convertito con modificazione dalla legge 15 luglio 2011, n. 111 con cui ha tra l'altro attribuito alla COVIP il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio delle Casse di Previdenza Privatizzate, mentre altri strumenti, tra i quali il regolamento di attuazione dell'art. 14 comma 3 del decreto legge n. 98/2011 (Regolamento contenente disposizioni in materia di investimenti delle risorse finanziarie delle Casse, conflitto di interesse e banca depositaria) sono ancora in fase di preparazione da parte dei Ministeri competenti.

La Fondazione, in uno spontaneo processo di autoregolazione, in anticipo rispetto alle norme, ha avviato un percorso volto a recuperare criticità passate e stabilire nuove procedure e garanzie. Ne sono un esempio l'adozione, approvata a giugno 2010, del modello di distribuzione nel tempo delle attività e passività della gestione finanziaria (ALM), la creazione di una funzione interna di controllo del rischio, operativa da giugno 2012, coadiuvata da due società esterne specializzate, selezionate con procedura di gara alla fine dell'esercizio. Le due società sono state incaricate rispettivamente di svolgere un servizio di rilevazione, mappatura e supporto per la redazione di un piano per i rischi operativi e un servizio di rilevazione, mappatura e supporto per la redazione di un piano per i rischi finanziari della Fondazione. Quest'ultima attività, specifica per il settore degli investimenti, sfocerà tra l'altro nella definizione di un asset allocation in linea con l'attuale contesto economico finanziario, italiano ed internazionale e integrata con la gestione degli impegni pensionistici della Fondazione.

Nel corso del 2012 ed ancora nel 2013 la Fondazione ha allineato la propria operatività alle indicazioni provenienti dalla COVIP, quale soggetto incaricato del controllo sugli investimenti. In particolare ha fornito tutte le informazioni e la documentazione richieste dalla medesima Commissione a tutte le Casse privatizzate a seguito del decreto ministeriale del 5 giugno 2012.

RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2012

Il rendimento del portafoglio mobiliare e la valutazione al 31 dicembre 2012

L'analisi del rendimento del portafoglio, di seguito riportata, si focalizza su due aspetti:

1. L'analisi del rendimento a valori contabili, ovvero quello effettivamente realizzato, costituito da dividendi e cedole maturate nell'esercizio e di fatto registrate a bilancio, nettate degli oneri finanziari e fiscali e delle svalutazioni operate;
2. L'analisi del rendimento a valori di mercato, ovvero quello che tiene conto della valutazione complessiva del portafoglio, alla fine dell'esercizio, effettuata sulla base dei NAV comunicati dalle controparti.

L'analisi del rendimento a valori contabili

Il rendimento a valori contabili, calcolato rispetto al valore medio di portafoglio⁶, evidenzia una lieve diminuzione rispetto al 2011, attestandosi sullo 0,68%, sostanzialmente ascrivibile alle svalutazioni operate nell'esercizio, pari ad euro 10,5 milioni circa.

In particolare si evidenzia come il rendimento relativo agli investimenti di liquidità (fondi monetari e liquidità sui conti correnti) sia pari all'1,08% (1,6% nel 2011), mentre quello relativo al portafoglio obbligazioni e polizze a capitalizzazione sia stato pari al 3,58% (circa il 5,4% nel 2011). Il rendimento realizzato sul portafoglio dei fondi immobiliari è quello che ha maggiormente risentito, oltre che del calo del mercato immobiliare, degli effetti fiscali attribuibili all'introduzione dell'IMU e della svalutazione operata sul fondo "Italian business hotel". Tale rendimento passa dall'1,6% netto dello scorso esercizio allo 0,52% netto del 2012.



⁶La media di portafoglio è una media semestrale calcolata come (valore di patrimonio iniziale + valore di patrimonio finale)/2. Il criterio è allineato con quello declinato dalla COVIP per le Casse di previdenza nella richiesta dati inviata a febbraio 2013 e pubblicata sul sito dell'autorità di vigilanza.

LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

Il comparto degli investimenti alternativi, costituito per il 90% dalle quote del Fondo Europa Plus e del fondo Futura SICAV, in cui, alla fine dello scorso esercizio, sono confluite, tra l'altro le note strutturate, evidenzia un rendimento a valori contabili dello 0,51% (0,2% lo scorso esercizio) alimentato per euro 7 milioni dalle cedole relative al portafoglio obbligazionario ceduto nel 2011 al fondo Europa plus, per euro 5 milioni circa alla plusvalenza netta realizzata dall'operazione di scioglimento della nota Sulis (di cui si dà descrizione nei paragrafi successivi), per euro 3,3 milioni dalle cedole pagate sui fondi Algebris in portafoglio e per euro 5 milioni circa alla svalutazione intervenuta sul fondo Globersel.

Per ciò che riguarda gli investimenti in private equity, che rappresentano il 4% del portafoglio, il rendimento a valori contabili per il 2012 è pari al 2,24% a fronte di uno 0,2% del 2011. Ad incrementare i rendimenti è stato il dividendo realizzato sul fondo Copernico, pari a circa euro tre milioni netti a fronte di un investimento di euro 30 milioni (oltre il 10% di rendimento dall'acquisto avvenuto il 18 giugno 2010). Parallelamente si è operata la svalutazione del fondo Vertis, pari ad euro 500 mila circa.

In ultima analisi il rendimento sul portafoglio delle partecipazioni societarie evidenzia un +1,67% (+1,5% nel 2011) relativo al dividendo sulla partecipazione azionaria in Idea FIMIT ed in IVS Group SPA.

Si riporta di seguito la tabella di riepilogo dei rendimenti contabili di portafoglio:

Asset class	% Investita su titoli	Valore di carico medio	Proventi cedolari netti	Rendimento a valori contabili
Fondi monetari e liquidità a breve	10,81%	313.260.435,55	3.585.542	1,14%
Obbligazioni e polizze a capitalizzazione	1,69%	67.496.541,66	2.413.902	3,58%
Fondi immobiliari	35,85%	1.425.902.741,81	7.443.515	0,52%
Investimenti alternativi ⁷	46,50%	2.001.651.287,07	10.241.356	0,51%
Private equity	4,09%	134.729.854,39	3.012.852	2,24%
Partecipazioni societarie	1,05%	44.597.000,00	862.696	1,93%
Patrimonio mobiliare	100%	3.987.637.860,47	27.559.863	0,69%

L'analisi del rendimento a valori di mercato

Il 14 marzo 2013, con propria delibera, il Consiglio di Amministrazione ha approvato i criteri di classificazione e valutazione in bilancio del portafoglio finanziario della Fondazione. Di seguito una sintesi dei criteri:

- **Criterio di classificazione:** i nuovi prodotti finanziari che saranno immessi nel portafoglio della Fondazione dovranno essere classificati tra le immobilizzazioni finanziarie se considerati strategici e funzionali all'attività previdenziale della Fondazione. Di regola, i titoli assegnati al comparto investimenti ad utilizzo durevole non possono formare oggetto di operazioni di compravendita. Le operazioni riguardanti il trasferimento dei titoli dal comparto delle immobilizzazioni finanziarie a quello dell'attivo circolante ovvero la dismissione anticipata di titoli classificati ad utilizzo durevole, vanno ricondotte a situazioni che rivestono carattere di eccezionalità e straordinarietà. Le stesse devono, in ogni caso, essere approvate dall'organo amministrativo. Nel caso di delibera riguardante la riclassificazione dei titoli da un comparto all'altro, il trasferimento deve essere contabilizzato al valore risultante dall'applicazione, alla data dell'operazione, delle regole valutative del comparto di provenienza.
- **Criteri di definizione della perdita durevole di valore:** per quanto riguarda i titoli di debito, le partecipazioni e le quote in fondi comuni di investimento, dovrà essere effettuato annualmente un test di impairment. Per i suddetti prodotti, ad esclusione dei fondi immobiliari in cui è confluito il patrimonio immobiliare della Fondazione oggetto di dismissione, sarà ritenuta significativa una riduzione del va-

⁷Si evidenzia che nella nota integrativa, nei prospetti relativi alle immobilizzazioni finanziarie – Altri titoli, il valore degli investimenti alternativi è sommato a quello delle polizze assicurative, mentre sono separatamente indicate le obbligazioni a garanzia dei mutui ed i titoli di stato.

RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2012

lore di mercato superiore al 30% e prolungata per un periodo ininterrotto di 3 anni, valutato a partire dal bilancio 2012. Per i fondi immobiliari in cui è confluito il patrimonio immobiliare della Fondazione oggetto di dismissione sarà ritenuta significativa una riduzione del valore di mercato superiore al 30% e prolungata per un periodo ininterrotto di 5 anni. Nella valutazione degli OICR in cui esiste una protezione del capitale a scadenza, il test di impairment dovrà tenere conto di tale protezione. Annualmente dovrà essere accertata l'efficacia della suddetta protezione. Lì dove il test di verifica dell'efficacia fosse positivo, la valutazione di bilancio terrà conto della sussistenza di tale protezione a scadenza mantenendo dunque l'iscrizione al valore di bilancio. Il superamento di entrambe le soglie sopra individuate, comporta, salvo circostanze eccezionali, la rilevazione dell'impairment con impatto sul conto economico, mediante registrazione di una svalutazione. Qualora la perdita di valore venisse meno negli esercizi successivi, sarà rilevata a bilancio una ripresa di valore, con impatto a conto economico positivo. In ogni caso il ripristino di valore non potrà mai comportare un valore contabile superiore al costo di acquisto.

I criteri di valutazione del patrimonio immobilizzato sono stati applicati a partire dal bilancio 2012, osservando l'andamento di ciascun prodotto finanziario nei rispettivi periodi di riferimento (2010-2012 per tutti i prodotti finanziari, ad eccezione dei fondi immobiliari in cui è confluito il patrimonio immobiliare dismesso per il quale l'andamento è da valutare su di un arco temporale di 5 anni).

La valutazione al fair value del portafoglio 2012 ha evidenziato al 31 dicembre 2012 perdite durevoli di valore per euro 10,5 milioni, iscritte a conto economico tra le rettifiche di valore di attività finanziarie immobilizzate. Le svalutazioni hanno riguardato il fondo immobiliare Italian business Hotel, gestito da BNL, acquistato nel 2006, il fondo di private equity Vertis e l'OICR Globersel. Per quest'ultimo, acquistato nel 2011, si è ritenuto di procedere già nel 2012 alla sua svalutazione, sia per il fatto che l'andamento del 2013 continua a mostrare una perdita di valore, sia per il fatto che, alla fine del 2011, il fondo era stato oggetto di fusione ed in sede di concambio aveva già mostrato una diminuzione di valore.

In ultima battuta va evidenziato che in accordo con la normativa vigente e con i criteri indicati dal principio contabile OIC 3, i NAV considerati rappresentano attualmente la miglior stima del fair value dei prodotti in portafoglio in un dato periodo.

Riportiamo di seguito la tabella contenente il patrimonio finanziario esposto a valori di bilancio ed al fair value. Il rendimento a valore di mercato viene riportato anche tenendo conto della protezione del capitale a scadenza, lì dove esistente. La protezione è rappresentata da BTP stripped ad eccezione della nota Alpha, in cui la garanzia è prestata da Allianz e del fondo Futura SICAV in cui è rappresentata da un'obbligazione emessa da Lloyds bank e legata al merito di credito della Repubblica italiana. La protezione è stata valutata efficace a fine esercizio su tutti i prodotti; in particolare per i BTP stripped al 6% l'effetto positivo è stato generato dall'incremento di valore sul mercato dei titoli, conseguente alla discesa degli spread.

Asset class	Valore medio di mercato	Valore di carico	Patrimonio a fair value	Patrimonio a fair value con protezione capitale	Rendimento a valori di mercato	Rendimento a valore mercato con protezione del capitale
Fondi monetari e liquidità	313.735.247	457.600.155	458.167.253	458.167.253	1,29%	1,29%
Obbligazioni	67.199.927	71.574.010	72.797.886	72.797.886	5,58%	5,58%
Fondi immobiliari	1.451.251.708	1.517.100.442	1.505.691.927	1.505.691.927	-0,88%	-0,88%
Investimenti alternativi	1.451.340.826	1.967.970.224	1.453.260.551	1.964.757.469	-34,60%	0,64%
Private equity	132.794.311	172.523.855	161.616.576	172.971.166	-6,55%	2,00%
Partecipazioni societarie	34.699.436	44.597.000	33.506.288	33.506.288	-29,48%	-29,48%
Patrimonio mobiliare	3.451.021.456	4.231.365.686	3.685.040.481	4.207.891.989	-15,25%	-0,09%

LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

Le operazioni finanziarie effettuate nel 2012

Nel corso del 2012, nelle more della predisposizione della nuova asset allocation, le operazioni di acquisto in prodotti finanziari si sono limitate al versamento di somme a fronte di richiami per impegni assunti in fondi di private equity ed in fondi immobiliari, all'acquisizione di quote dei fondi immobiliari Enasarco a fronte dell'apporto degli immobili oggetto di dismissione, rimasti invenduti, all'acquisizione di obbligazioni bancarie a garanzia dei mutui concessi in base alla convenzione in essere con gli istituti bancari.

I richiami, al netto dei rimborsi, dai fondi di private equity effettuati nell'esercizio ammontano complessivamente ad euro 76 milioni circa. I richiami dai fondi immobiliari in cui sussistevano impegni di investimento, di contro, ammontano ad euro 76 milioni circa, di cui euro 52 milioni circa relativi all'investimento nel fondo Donatello, comparto David con strategia di investimento in immobili di pregio (Galleria Colonna a Roma, l'immobile di piazza Cordusio a Milano ed investimenti in immobili di pregio a negli USA - New York).

In relazione al portafoglio degli investimenti alternativi, prevalentemente rappresentato dalle quote negli OICR Fondo Europa Plus SCA SIF, gestito da GWM Asset Management e Futura Sicav comparto Newton, gestita da Futura Investment Management, le attività hanno avuto come scopo quello di rafforzare le garanzie a favore della Fondazione e di cercare di incrementare il grado di trasparenza del portafoglio stesso. Ne è esempio l'operazione di scioglimento della nota SULIS e le operazioni di riassetto e rafforzamento della protezione che hanno riguardato il fondo Europa Plus. Di seguito si riporta una descrizione delle operazioni effettuate.

Operazione di riassetto del Fondo Europa Plus: il rafforzamento della protezione del capitale a scadenza

La Fondazione, nell'autunno 2012, ha chiesto a GWM, gestore del Fondo Europa Plus SCA SIF, di poter rafforzare "la garanzia implicita di restituzione" offerta dai BTP stripped in portafoglio. Pertanto GWM ha presentato alcune proposte di modifica del Fondo Europa che sono state approvate dal CDA del fondo l'8 novembre 2012. Le principali modifiche, che sono divenute effettive con l'approvazione da parte dell'autorità lussemburghese CSSF il 16 gennaio 2013, consistono in:

- a. Split del Fondo Europa in due comparti RES Capital Protection e RES Opportunity. Il primo comparto comprende i titoli di stato italiani "zero coupon", di durata pari a quella del fondo Europa plus, che rappresentano la protezione del capitale. In particolare tale comparto manterrà in portafoglio fino a scadenza i BTP acquistati, per un valore nominale pari ad euro 1.083.470.000,00, nell'ambito della strategia concordata con la Fondazione di ricostituire la protezione del capitale venuta meno con lo scioglimento delle note strutturate precedentemente in portafoglio. Sono inoltre allocati nel comparto gli asset sottostanti le precedenti note strutturate (Anthracite, Codeis e Flexis), le c.d. "sidepockets", la partecipazione nel fondo The Four Elements PCC - Athena Special Situation ed Athena fund, parte dei bond bancari oltre ad una porzione di risorse liquide disponibili nel fondo Europa plus. Il secondo comparto, RES Opportunity, è caratterizzato da una strategia di investimento focalizzata su investimenti immobiliari indiretti, che è di fatto la strategia tradizionale del Fondo Europa Plus e da una porzione di risorse liquide disponibili. I vantaggi per la Fondazione, derivanti dalle modifiche sopra descritte, consistono nell'avere una più chiara evidenza della parte di patrimonio del fondo Europa coperta dal meccanismo di protezione del capitale rappresentato dal portafoglio di BTP.
- b. Rafforzamento del concetto di garanzia per il comparto RES Capital Protection con l'introduzione di un vincolo di indisponibilità dei BTP. La Fondazione Enasarco è dunque il beneficiario finale della protezione del capitale, rappresentata dai BTP, che devono rimanere liberi da ogni gravame sino alla loro naturale scadenza.

Operazione di riassetto del Fondo Europa Plus: la ristrutturazione del Fondo "the four elements – Fondo Athena Special Situation operata dal gestore GWM

Nel corso del mese di dicembre 2011, come noto, la Fondazione ha ceduto parte dei suoi asset, costituiti prevalentemente da note strutturate (tra cui la nota CMS ex nota Anthracite), al Fondo Europa Plus. Tra gli asset ceduti direttamente e indirettamente (alcuni erano sottostanti la nota CMS) vi erano anche quote del Fondo

RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2012

“the Four Elements – comparto Athena Special Situation”.

L'investimento nel fondo Athena, detenuto tramite la partecipazione al fondo Europa Plus, nel suo complesso, è stato oggetto di una profonda ristrutturazione avviata nell'ultimo trimestre del 2012. In esito all'estesa due diligence condotta dal gestore GWM del Fondo Europa sui Fondi Athena, erano emerse una serie di criticità di cui si elencano le principali:

1. Società di investimento domiciliata in Mauritius;
2. Assenza di clausole del Prospetto considerate standard e che prevedessero: la definizione di un c.d. *high water mark* per il calcolo delle commissioni variabili di successo, l'istituzione di comitati per consentire forme di partecipazione alla gestione del fondo da parte degli investitori, gestione delle transazioni in conflitto di interesse. Inoltre venivano previste commissioni di uscita di importo significativo nell'ipotesi di richieste di rimborso del capitale da parte degli investitori entro un periodo di sette anni (dal 20% al 10% del capitale chiesto a rimborso);
3. Elevata concentrazione degli investimenti in finanziamenti e bond ad una società lussemburghese, in prevalenza utilizzati per finanziare l'acquisto di partecipazioni bancarie significative;
4. Bond e finanziamenti dati in assenza totale di garanzie reali sui beni della società lussemburghese e caratterizzati da numerose carenze documentali, anche su termini essenziali che avrebbero dovuto proteggere il soggetto finanziatore (ad es. assenza di obbligo di restituzione ovvero incertezze riguardo al diritto del detentore del bond a percepire interessi e il relativo rimborso del capitale).

La lunga trattativa condotta da GWM con la controparte per la ristrutturazione dell'investimento nei Fondi Athena, finalizzata ad un miglioramento della situazione mediante la messa in sicurezza degli attivi sottostanti e l'ottenimento di maggiori strumenti di controllo nella gestione futura, è stata finalizzata a dicembre 2012. In esito alla trattativa, le diverse parti hanno sottoscritto un accordo di ristrutturazione le cui obbligazioni principali sono di seguito elencate:

1. il trasferimento degli investimenti sottostanti ai Fondi Athena in un fondo maltese e lussemburghese entrambi regolati da autorità di vigilanza facenti parte dell'Unione Europea;
2. la definizione di nuovo piano di rimborso dell'investimento che consenta alla Sicav Europa Plus di ottenere il rimborso di (i) un importo pari a € 20 milioni entro il 27 Marzo 2013 e (ii) del restante capitale in un arco temporale più lungo, ma definito in funzione del piano di monetizzazione degli investimenti sottostanti i Fondi Athena. A marzo 2013 la somma di euro 20 milioni è stata incassata dal Fondo Europa Plus e, attraverso la redemption di quote del fondo stesso, direttamente dalla Fondazione Enasarco;
3. la cancellazione delle commissioni di uscita in caso di redemption effettuata secondo quanto previsto al punto precedente;
4. la creazione di un pegno su azioni bancarie a garanzia di un nuovo finanziamento (predisposto con l'assistenza dei legali incaricati dal fondo Europa) concesso in sostituzione dei finanziamenti precedentemente in essere⁸. In particolare, tale finanziamento prevede ora, oltre alla presenza del pegno sulle azioni, anche il rimborso entro e non oltre tre anni ovvero il rimborso anticipato laddove tutte o parte delle azioni venissero cedute sul mercato a termini prestabiliti ed una remunerazione non più in misura fissa, ma definita in funzione della valorizzazione sul mercato delle azioni stesse (pari a ca. il 22% del profitto oltre all'importo da rimborsare pari a ca. € 113,8 milioni). Lo scopo principale è di circoscrivere il rischio dell'investimento alla sola valorizzazione delle azioni sul mercato ed eliminare il rischio di controparte, avendo come collaterale, attraverso il pegno, tutte le azioni bancarie;
5. la previsione di un meccanismo di incentivo a restituire al fondo Europa l'intero investimento nei Fondi Athena molto prima del previsto ovvero entro il 30 settembre 2013, a fronte del pagamento di una commissione di uscita pari all'attualizzazione delle fee di gestione fisse per la durata residua del termine di lock-up ed un ulteriore premio, pagabile però solo in caso venga realizzato del profitto in eccesso dalla dismissione delle azioni bancarie;
6. E' stata eliminata l'esposizione ad una parte del settore bancario più a rischio e con i proventi si è investito in una società immobiliare. Infatti, attraverso la cessione di un portafoglio azionario investito in diverse banche italiane si è acquistata una quota di un immobile di elevato pregio ed a reddito in uno dei quartieri più prestigiosi di Londra, oggetto di un progetto di riconversione ad uso residenziale, che in caso di realizzazione determinerebbe un incremento significativo del valore del cespite. Inoltre il fondo Europa Plus avrebbe il diritto di nominare un advisor che venga coinvolto nelle attività attinenti la gestione del progetto di riconversione dell'immobile. A tal riguardo, infine, è opportuno precisare che,

⁸ Il pegno è stato costituito nei primi mesi del 2013 a favore della Fondazione

LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

ove il Fondo Athena venisse liquidato entro il 30 settembre 2013 (in base al meccanismo di incentivo di cui al punto precedente), l'investimento nell'immobile verrebbe restituito al gestore e liquidato per cassa al suo valore iniziale;

7. la previsione di diritti di governance da attribuire ad un rappresentante nominato dal Fondo Europa plus, che partecipi ai comitati di investimento del nuovo Fondo e che abbia il diritto di veto su decisioni importanti, tra cui operazioni in conflitto di interesse o che prevedano nuovi investimenti che non siano liquidabili entro l'arco temporale sopra menzionato.

Al fine di dare contezza al Cda della bontà dell'operazione di ristrutturazione, la Fondazione ha sottoposto l'accordo ad un'analisi tecnica da parte di un esperto che ha concluso il parere affermando che l'accordo apporta una serie di benefici non marginali.

La transazione con HSBC

Come noto, in seguito al fallimento della Lehman Brothers che garantiva il capitale a scadenza sulla nota Anthracite, in portafoglio dalla fine del 2007, la Fondazione dovette attivarsi per ricostituire la garanzia del capitale il prima possibile. Il Consiglio di Amministrazione con un processo decisionale avviato con delibera n. 120/2008 del 18 dicembre 2008 ed ultimato con delibera n. 31/2009 del 13 maggio 2009, approvò la sottoscrizione di un contratto con HSBC e Credit Suisse, che garantiva temporaneamente il capitale a scadenza. Parallelamente furono avviate le attività di ristrutturazione della nota e all'esito di tale operazione la Fondazione entrò in possesso della nuova nota CMS⁹.

La protezione sulla nuova nota del capitale a scadenza era prestata con un contratto di opzione di tipo Put con Credit Suisse, in base al quale la Fondazione aveva il diritto di vendere ad una data prestabilita (giugno 2039) la Nota CMS alla stessa Credit Suisse ad un prezzo predeterminato pari al valore nominale della stessa nota. Il contratto vincolava la Fondazione fino alla scadenza della Nota CMS a giugno 2039, cosicché il Consiglio di Amministrazione già nel corso del 2011 in considerazione del mutamento dei mercati finanziari e del fatto che i costi della garanzia erano oramai diventati troppo onerosi rispetto ad altre forme di protezione del capitale¹⁰ e per nulla convenienti per la Fondazione, diede mandato agli uffici preposti di negoziare con Credit Suisse lo scioglimento del contratto PUT, sottoponendo la decisione finale al Consiglio stesso.

Al termine di questa complessa trattativa il Consiglio di Amministrazione, approvò la sottoscrizione di un accordo di chiusura del rapporto negoziale.

La conclusione del rapporto con Credit Suisse fece venir meno il ruolo di arranger di HSBC, in relazione al quale, tuttavia, Credit Suisse trattenne a carico della società Anthracite R-26 (attualmente detenuta interamente dal Fondo Europa Plus) una somma pari ad euro 15 milioni a garanzia di eventuali successivi contenziosi con HSBC.

A luglio 2012 è stata notificata alla Fondazione una richiesta di pagamento per circa €31 milioni presentata presso una corte inglese da HSBC, relativa alle commissioni a loro avviso dovute in forza del contratto. Il 13 settembre 2012 l'avvocato nominato dalla Fondazione, con la qualifica di Queen's Council ha emesso un parere nel quale concludeva che, per la legge inglese che regola il rapporto, le previsioni contrattuali erano prevalenti rispetto agli elementi di favore per la Fondazione e pertanto esisteva un rischio concreto di soccombenza.

Pertanto è stata avviata con il management di HSBC una negoziazione al fine di addivenire ad un accordo transattivo che ha previsto un pagamento di €10 milioni, pari a circa il 26% dell'importo potenzialmente pagabile a seguito di una condanna (inclusi eventuali costi legali), a fronte della rinuncia di ogni ulteriore pretesa da parte di HSBC.

La firma dell'accordo, avvenuta nei primi mesi del 2013, non ha avuto impatti diretti sul bilancio della Fondazione, essendo i relativi oneri interamente a carico del Fondo Europa che, in virtù del citato accordo con HSBC, ha potuto ottenere da Credit Suisse la restituzione della somma di euro 15 milioni trattenuta a garanzia proprio per l'eventualità di un contenzioso.

⁹ Si veda quanto riportato nella relazione sulla gestione al bilancio consuntivo 2008 nella parte relativa agli eventi successivi riguardanti la gestione degli asset mobiliari di cui di seguito si riporta uno stralcio: "L'HSBC e Credit Suisse, pertanto, hanno presentato una proposta congiunta che prevede, in una fase iniziale, che durerà fino allo scioglimento della struttura di Anthracite, una protezione incondizionata sul capitale, garantita integralmente da Credit Suisse, e in una fase definitiva, dopo lo scioglimento della struttura, la separazione della protezione tra HSBC (per il 60% del capitale investito) e Credit Suisse (per il 40%). Nel corso dei mesi di aprile e maggio 2009 la Fondazione ha formalizzato l'incarico per la ristrutturazione ad HSBC e Credit Suisse, definendo i termini essenziali della protezione del capitale nella prima fase."

¹⁰ Si rimanda a quanto detto nella relazione sulla gestione al bilancio 2011 di cui si riporta di seguito uno stralcio: "L'attuale capitale investito nelle diverse note infatti poteva essere garantito in modo più efficiente attraverso l'acquisizione a collaterale di titoli di stato della Repubblica Italiana a lunga scadenza. L'aumento del rendimento dei titoli di stato italiani infatti permetteva di ottenere la garanzia a costi inferiori rispetto alle commissioni previste da contratti stipulati in condizioni di mercato molto differenti, con minori livelli di rendimento dei titoli di stato e maggiori preoccupazioni sul rischio e sulle prospettive di rendimento dei sottostanti delle note."

RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2012

Il competente Comitato esecutivo nella seduta del 6 marzo 2013 ha approvato i contenuti della transazione con HSBC, dandone anche informativa al Consiglio D'Amministrazione.

Operazione di scioglimento della nota SULIS emessa da JP Morgan

Del portafoglio mobiliare della Fondazione faceva parte l'obbligazione Sulis Finance Company Ltd Series 1, avente un valore nominale di euro 195 milioni, suddivisa in diversi asset sottostanti:

- il Fondo di Private Equity Alpha CEE II Insured, che è un fondo di fondi di Private Equity concentrato su una regione specifica europea (Central ed Eastern Europe). L'impegno di investimento nel fondo è pari a euro 63 milioni, di cui versati euro 60.165.000,00¹¹;
- il Fondo di Private Equity Sator, operante in Italia nei settori industria, commercio e servizi, in cui, tra l'altro, la Fondazione già detiene investimenti direttamente. L'impegno di investimento nel Fondo è pari a euro 65 milioni, di cui versati euro 22.406.116,00¹²;
- l'obbligazione JPMorgan Structured Products BV con rendimento indicizzato a quello di un paniere di attivi legati al rischio di longevità, per un impegno pari a 67 milioni di euro (interamente versato).
- Cassa per circa 52 milioni di euro riservata ai futuri richiami.

Trattandosi dell'unica nota strutturata ancora detenuta in portafoglio, la Fondazione ha valutato l'opportunità di scioglierla. Lo scioglimento del veicolo ha avuto il molteplice obiettivo di:

1. eliminare i costi di gestione del veicolo stesso (quotato sul mercato irlandese) che ammontano a circa 37 mila euro annui più i costi di custodia dei titoli;
2. permettere alla Fondazione di rientrare in possesso della liquidità presente nel veicolo e mantenuta per far fronte ai richiami dei sottostanti, pari a circa 52 milioni di euro;
3. poter generare una plusvalenza lorda pari a circa 6 milioni di euro (corrispondenti a circa 5 milioni di euro al netto della tassazione fiscale);
4. aumentare la trasparenza nella gestione del portafoglio, semplificando il processo di controllo dei titoli stessi e ridurre la quota degli investimenti in strutturati rispetto all'ammontare complessivo del portafoglio mobiliare della Fondazione, permettendo di fornire maggiore coerenza nella rappresentatività del portafoglio Sulis, costituito principalmente da investimenti in private equity e da una parte rilevante di cassa.

L'operazione di scioglimento è stata finalizzata il 27 dicembre 2012. A seguito dello scioglimento del veicolo, Enasarco è direttamente titolare:

- di quote del fondo Alpha CEE II Insured – classificato come fondo di private equity;
- di quote del Fondo Sator Private Equity Fund – contabilizzato come fondo di private equity;
- del titolo JPM Structured Products BV- classificato come investimento alternativo;
- di euro 51.678.428,89 di disponibilità liquide.

La gestione degli asset immobiliari

Al 31 dicembre 2012 la Fondazione detiene asset immobiliari per circa euro 2.013 milioni. Di questi, euro 1.975 milioni si riferiscono al patrimonio locato a terzi. Il valore di mercato del patrimonio in carico alla Fondazione è stimato, allo stato occupato, complessivamente in circa euro 2,8 miliardi.

Nel corso del 2012, in considerazione del fatto che il patrimonio locato è totalmente destinato alla vendita, la Fondazione ha riclassificato il valore dello stesso dalle immobilizzazioni finanziarie all'attivo circolante. La valutazione al fair value del patrimonio non ha fatto emergere la necessità di operare svalutazioni.

¹¹ Gli importi sono quelli in essere alla data dello scioglimento della nota, ovvero dicembre 2012.

¹² Gli importi sono quelli in essere alla data dello scioglimento della nota, ovvero dicembre 2012.

LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

Il rendimento del portafoglio immobiliare al 31 dicembre 2012

Riportiamo di seguito la valutazione del rendimento del patrimonio immobiliare, inteso come rendimento della gestione ordinaria.

Descrizione ¹⁾	Bilancio 2012	Bilancio 2011
Ricavi complessivi	123.579.136	143.544.804
Spese dirette	(42.085.910)	(53.377.506)
Svalutazione di crediti	(13.887.347)	(3.627.179)
Spese indirette	(9.461.971)	(9.449.778)
Onere fiscale	(59.416.792)	(45.779.072)
Saldo immobiliare	(1.272.884)	31.311.269
Immobili a valore bilancio	1.975.288.014	2.406.986.041
Immobili a valore mercato	2.800.000.000	4.123.000.000
Rendimento rispetto bilancio	-0,06%	1,30%
Rendimento rispetto mercato	-0,05%	0,76%

La causa principale del minor rendimento è l'IMU di fatto raddoppiata rispetto all'ICI, passando dai 15 milioni del 2011 agli oltre 30 milioni del 2012. Le spese immobiliari dirette sono passate dai 53 milioni dello scorso esercizio ai 42 milioni, mentre il valore dei canoni e dei recuperi di spese è diminuito in considerazione del processo di vendita in corso, passando dai 143 milioni del 2011 ai 123 milioni del 2012. Il valore dell'IRES corrisposta sui redditi da capitale rappresentati dai canoni di locazione, passa dai 27 milioni dello scorso esercizio ai 25 milioni del 2012, compensando solo marginalmente l'incremento dell'IMU.

Per ciò che riguarda il rendimento riveniente dalla dismissione immobiliare, si evidenzia che questo, al lordo dei costi, calcolato sulla singola unità immobiliare, è pari a circa il 30% nel caso di vendita agli inquilini, mentre nel caso di apporto ai fondi è pari a circa il 40% (poiché non viene applicato l'ulteriore sconto del 10% che vige in caso di vendita all'inquilino che conferisce mandato collettivo ad un terzo in presenza dei requisiti di legge).

Nella tabella che segue viene riportato il rendimento netto riveniente dal processo di dismissione, tenendo conto anche dei costi annui che sono riconducibili al progetto:

Descrizione	Bilancio 2012	Bilancio 2011
Plusvalenza da dismissione immobiliare	154.510.782	151.589.397
quota ammortamento spese due diligence capitalizzate	(1.184.398)	(518.506)

¹⁾ Il calcolo del rendimento è stato effettuato con i criteri indicati dagli organismi di vigilanza. Le differenze riguardano: la voce svalutazione crediti, solitamente non richiesta dagli Organismi di vigilanza, ma considerata nel calcolo effettuato e la voce spese indirette che oltre a comprendere le spese per il personale, pari a circa 5 milioni, comprendono altresì tutti gli altri costi indirettamente riferibili alla gestione immobiliare (spese informatiche, per consumi, per organi, per la gestione della sede istituzionale etc.). Il valore degli immobili considerato è quello rilevato alla fine dell'esercizio (non viene calcolato il patrimonio medio).

RELAZIONE SULLA GESTIONE AL BILANCIO CONSUNTIVO 2012

Descrizione	Bilancio 2012	Bilancio 2011
Spese per portieri esodati	(103.837)	(2.882.759)
Spese postali per comunicazioni ad inquilini	(300.000)	(285.980)
Spese gestione locali adibiti alla vendita immobiliare	(41.117)	(27.050)
Spese di manutenzione propedeutiche vendita	(12.000.000)	(3.680.181)
Spese di pubblicità per gare manutenzione	(54.870)	(106.310)
Spese per imposte e tasse	(1.599.803)	(548.019)
Spese per campagna informativa	(72.392)	(137.728)
Spese per prestazioni professionali	(45.738)	(266.890)
Risultato del progetto di dismissione immobiliare	139.108.627	143.135.974
Valore di bilancio del patrimonio dismesso	431.698.027	537.645.942
Rendimento netto della vendita	32,2%	26,7%

La plusvalenza lorda, di tutto rilievo, è calcolata rispetto al valore di bilancio e scaturisce dal differenziale tra le risultanze della perizia di stima, considerati tutti gli sconti, ed il valore di bilancio dell'unità immobiliare (si ricorda che l'ultima rivalutazione degli immobili è stata operata nel 1997).

Il progetto di dismissione del patrimonio

Sul fronte immobiliare per la Fondazione il 2012 è stato un anno di intenso lavoro. Nonostante il Piano di dismissione immobiliare proceda spedito sia nelle vendite (con percentuali di acquisto molto alte) sia nell'invio delle lettere che permettono agli inquilini di esercitare il diritto all'acquisto, la Fondazione, alla luce della perdurante crisi economica, a gennaio e a settembre 2012 ha sottoscritto, insieme a tutte le Organizzazioni Sindacali degli inquilini, alcune integrazioni all'Accordo che è alla base del Progetto Mercurio per venire incontro sia a chi compra sia a chi non ne ha la possibilità.

Le modifiche prevedono tra l'altro: i) recupero del 25% dei canoni pagati nel 2012; ii) possibilità di rinnovo del contratto di affitto agli inquilini, in possesso dei requisiti richiesti dall'accordo nel caso di impossibilità sopravvenuta ad acquistare a causa di rifiuto del mutuo; iii) adeguamento all'inflazione dei limiti di reddito previsti per l'accesso alle tutele sociali previste dall'accordo medesimo per coloro che non possono acquistare; iv) acquisto del diritto d'abitazione anche in forma rateale per coloro che rientrano nelle fasce sociali protette; v) accelerazione dei tempi di rogito con conseguente risparmio di canoni di locazione per coloro che esercitano il diritto di prelazione entro i 60 giorni (in luogo del più ampio termine concesso dal D.L. 95/2010). All'inizio del 2012, le banche selezionate attraverso una gara europea per l'erogazione di mutui facilitati, hanno comunicato alla Fondazione che, a causa dell'impatto della crisi sul sistema bancario, sarebbero state costrette a una risoluzione unilaterale della convenzione stipulata, a meno di una revisione delle condizioni fino ad allora attuate. Grazie a uno sforzo congiunto, si sono quindi raggiunti con gli stessi istituti bancari nuovi accordi di durata semestrale e rinnovabili. Si tratta di accordi ancora unici e vantaggiosi nel panorama attuale poiché, a fronte di un aumento degli spread (che in ogni caso restano decisamente più bassi di quello attualmente adottati dal mercato), mantengono tutte le condizioni favorevoli precedenti (mutui che coprono l'intero prezzo di vendita con l'aggiunta delle spese d'acquisto, lunga durata, flessibilità nelle modalità di rimborso, erogazione del prestito entro 10 giorni lavorativi).

Le operazioni di compravendita avvengono all'insegna della massima trasparenza con pubblicazione del valore di vendita medio di ogni singolo immobile sul sito istituzionale.

LA GESTIONE DEGLI ASSET DELLA FONDAZIONE

Il bilancio consuntivo 2012 comprende gli effetti economici del piano di dismissione. La plusvalenza economica netta complessiva vale circa euro 155 milioni. In particolare della suddetta plusvalenza:

- Euro 40 milioni circa si riferiscono a quanto realizzato mediante i conferimenti ai fondi Enasarco uno e due delle unità libere e di quelle rimaste inoptate;
- Euro 9 milioni circa si riferiscono ai residui atti di apporto (atti di avveramento) al Fondo RHO del patrimonio commerciale conferito prevalentemente nel 2011 (si veda la relazione sulla gestione al bilancio 2011);
- Euro 106 milioni circa si riferiscono alla plusvalenza riveniente dalla vendita diretta agli inquilini delle unità immobiliari. Parliamo di circa 67 complessi immobiliari interessati dalla vendita nel corso del 2012 ed optati per la quasi totalità dai conduttori.



PAGINA BIANCA